

LUISS 

Corso di laurea in Strategic Management

Cattedra **Analisi Finanziaria**

# Le operazioni di M&A e i modelli di valutazione aziendale: il caso Great Building

Prof. Barbara Sveva Magnanelli

---

RELATORE

Prof. Francesco Legrottaglie

---

CORRELATORE

Simone Artillo  
Matr. 766581

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024



## INDICE

<b>INTRODUZIONE.....</b>	<b>4</b>
<b>CAPITOLO I: L'OPERAZIONE DI M&amp;A E IL PROCESSO DI VALUTAZIONE D'AZIENDA.....</b>	<b>6</b>
1.1. Le operazioni straordinarie nell'economia un'impresa.....	6
1.1.1. Fusione e Acquisizione ( <i>Merger and Acquisition</i> ) .....	8
1.2. Principali ragioni alla base di un'operazione di M&A.....	13
1.2.1. Le possibili sinergie ottenibili: sinergie operative e finanziarie.....	16
1.2.2. Le sfide di un'operazione di M&A.....	18
1.3. Fasi del processo di negoziazione e contrattazione.....	19
1.4. Finanziamento delle operazioni di M&A.....	21
1.5. La valutazione d'azienda.....	24
1.5.1. Le fasi del processo valutativo.....	27
1.5.2. L'influenza dello stato di vita di un'azienda sulla valutazione.....	29
<b>CAPITOLO II: I PRINCIPALI METODI DI VALUTAZIONE AZIENDALE UTILIZZATI NELLE OPERAZIONI DI M&amp;A.....</b>	<b>31</b>
2.1. I principi di valutazione italiani ed internazionali.....	31
2.2. I principali metodi di valutazione aziendale.....	32
2.2.1. Il metodo patrimoniale semplice e complesso .....	33
2.2.2 Il metodo reddituale.....	37
2.2.3 Il metodo misto reddituale-patrimoniale .....	41
2.3. I metodi finanziari: <i>Discounted Cash Flow Method</i> .....	42
2.3.1. L'approccio <i>Equity Side</i> del DCF: il <i>Dividend Discount Method</i> .....	44
2.3.2. L'approccio <i>Asset Side</i> del DCF.....	47
2.4. La valutazione relativa: il metodo dei moltiplicatori di borsa .....	49
2.4.1. Il metodo delle società comparabili ( <i>comparables</i> ).....	51
2.4.2 Il metodo delle transazioni comparabili.....	53
2.5. Il metodo del <i>Target Price</i> .....	55
2.6. Il modello dei Prezzi di Borsa.....	56

<b>CAPITOLO III: DALLA TEORIA ALLA PRATICA: LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' GREAT BUILDING.....</b>	<b>58</b>
3.1. Il settore delle costruzioni in Italia.....	58
3.2. Analisi economica-finanziaria della società Great Building.....	60
3.3. La valutazione della società Great Building.....	62
3.3.1. Applicazione del metodo dei multipli.....	62
3.3.2. Applicazione del <i>Dividend Discount Method</i> .....	66
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>69</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>70</b>
<b>SITOGRAFIA.....</b>	<b>72</b>

## INTRODUZIONE

In un clima economico caratterizzato da una crescente globalizzazione e da rapidi cambiamenti, le aziende che cercano la leadership devono innovarsi per affrontare un ambiente così diversificato e rispondere meglio alle esigenze in continua evoluzione dei consumatori. Le strategie chiave per raggiungere questo obiettivo includono fusioni e acquisizioni aziendali, comunemente note come Mergers and Acquisitions (M&A). Le fusioni e acquisizioni sono una forma di crescita esterna su cui molte aziende fanno affidamento per far fronte ai rapidi progressi tecnologici guidati dall'aumento della concorrenza e delle condizioni sociali. La globalizzazione caratterizza l'economia moderna. Queste operazioni appartenenti al campo della finanza speciale rappresentano infatti il modo più efficace per entrare in nuovi segmenti di mercato e acquisire nuove conoscenze, tecnologie e competenze.

La valutazione aziendale è uno degli argomenti più rilevanti legati alle fusioni e acquisizioni (M&A). Per determinare il valore delle aziende coinvolte in fusioni o acquisizioni, nel corso degli anni sono stati sviluppati numerosi modelli e approcci di valutazione, sia nella formazione che nella pratica professionale, con l'obiettivo di ottenere stime rappresentative dei valori reali riflettendo il valore potenziale di una particolare azienda nel modo più accurato possibile. Di conseguenza risulta di fondamentale importanza effettuare un buon processo di valutazione poiché il suo risultato ne va a determinare l'esito finale dell'operazione. Infatti, un processo di valutazione inadeguato aumenta significativamente il rischio di fallimento operativo per coloro che ne hanno promosso l'iniziativa. Data l'importanza della valutazione, in questa tesi verranno analizzati ed approfonditi in maniera specifica tutte le metodologie di valutazione aziendale, iniziando dapprima con un focus sulle operazioni straordinarie ed in particolare le operazioni di M&A e quale sono le ragioni per cui vengono promosse questo tipo di operazioni. La tesi si struttura in tre capitoli: nel primo capitolo verranno esposte quali sono le operazioni straordinarie maggiormente diffuse nel contesto economico con un focus su Mergers and Acquisitions, andando ad analizzare i motivi per cui queste operazioni vengono effettuate dalle società e il procedimento che bisogna attuare per portare a termine questo tipo di operazioni; nel secondo capitolo vengono illustrati ed analizzati nello specifico tutti i metodi di valutazione aziendale previsti dalla

teoria economica e maggiormente applicati nella prassi professionale; infine nel terzo capitolo verrà esposto un vero e proprio caso studio di valutazione aziendale, andando a dimostrare come effettivamente vengono applicati i vari metodi di valutazione aziendale nella realtà. Pertanto, lo scopo di questo documento è duplice. Innanzitutto, quello di fornire una panoramica delle operazioni straordinarie con un focus su fusioni e acquisizioni, che svolgono un ruolo sempre più importante nell'attuale clima economico. Nel frattempo, analizziamo varie procedure di valutazione aziendale e spieghiamo la loro applicazione specifica esaminando casi di valutazioni aziendali reali.

## CAPITOLO I: L'OPERAZIONE DI M&A E IL PROCESSO DI VALUTAZIONE D'AZIENDA

### 1.1. Le operazioni straordinarie nell'economia di un'impresa

Le operazioni di gestione svolte da un'impresa possono essere distinte in: attività ordinarie, svolte nel raggiungimento delle proprie finalità istituzionali; attività straordinarie, ossia attività attraverso cui si trasformano, si fondono o si conferiscono le imprese. Questo tipo di operazioni straordinarie ricorrono raramente nella vita di un'impresa, e nel caso in cui si verificano, ne modificano gli aspetti economici e finanziari caratteristici. La peculiarità che caratterizza questo tipo di operazione è che una volta verificatosi, difficilmente si ripeteranno. Le operazioni straordinarie possono verificarsi in forme diverse a seconda dello stato di vita di un'azienda, tra cui possiamo trovare: <sup>1</sup>:

1. **Istituzione dell'impresa:** sono operazioni che vanno a determinare la finalità istituzionale per cui viene costituita l'impresa, il suo assetto societario, la scelta della forma giuridica.
2. **Trasferimento del complesso aziendale:** si tratta di operazioni finalizzate alla ristrutturazione e/o riorganizzazione dell'assetto aziendale. Tali operazioni possono essere attuate secondo vari istituti come la fusione, conferimento d'azienda, cessione di partecipazioni, scissione.
3. **Operazioni di trasformazione:** sono volte essenzialmente ad assegnare all'impresa una nuova veste giuridica a seguito del verificarsi di determinati fattori che ne hanno mutato le sue caratteristiche principali.
4. **Liquidazione aziendale:** riguarda operazioni finalizzate alla cessazione dell'attività economica e giuridica di un'impresa, con lo scopo di avviare la vendita di tutte le attività dell'impresa al fine di garantire il pagamento di tutte le obbligazioni sociali.

Alla luce di quanto detto, possiamo ad analizzare singolarmente i più importanti istituti che attuano le operazioni straordinarie:

---

<sup>1</sup> Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *Le operazioni straordinarie d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 2020, pp. 2.

1. **Istituzione di un'impresa:** le aziende sono costituite da diversi tipi di istituti o organizzazioni che in differente modo assolvono la funzione economia di produrre bene e/o servizi. Tra queste troviamo le imprese, le quali affinché possano essere costituite, vi devono sussistere una serie di condizioni, tra cui un mercato nel quale poter scambiare il valore prodotto attraverso i beni e servizi, la disponibilità di un capitale iniziale per svolgere l'attività economica. Inoltre, la costituzione di un'impresa prevede delle precise fasi da adempiere come la scelta di una forma giuridica, le presentazioni di determinati atti giuridici, la raccolta del capitale.
2. **Fusione:** si tratta di un'operazione straordinaria attraverso la quale un'impresa viene assorbita in un'altra società e si colloca pertanto tra gli strumenti che possono essere utilizzati per attuare strategie di crescita. Tale istituto verrà analizzato in maniera approfondita nei prossimi paragrafi.
3. **Conferimento di partecipazioni:** si tratta di operazioni attraverso le quali un soggetto, persona fisica o società, apporta una quota di capitale ad una società di nuova costituzione oppure ad una già esistente. L'ordinamento italiano prevede vari tipi di conferimento: denaro, crediti e natura. Nel caso specifico in cui il conferimento riguarda diritti di proprietà di un'altra impresa, si parla di conferimento di partecipazioni.
4. **Conferimento d'azienda:** si tratta di una delle ipotesi di conferimento descritte in precedenza dove nel caso in cui un conferimento in natura abbia come oggetto un'azienda o ramo d'azienda, si parla di conferimento d'azienda. È bene sottolineare che in questo caso che per azienda s'intende la stessa nel senso giuridico, ossia come "*complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*", così come è indicato nell'art. 2555 del Codice Civile.
5. **Cessione d'azienda:** rappresenta un'operazione con la quale una azienda, successivamente ad una valutazione economica, cede la proprietà ad un'altra impresa cosiddetta cessionaria. Le finalità di queste operazioni sono pressoché identiche a quelle del conferimento d'azienda. Il pagamento del corrispettivo può avvenire o tramite il pagamento in denaro o tramite il conferimento di pacchetti

azionari, opportunamente valutati<sup>2</sup>.

Le operazioni straordinarie rappresentano dunque degli strumenti con cui assicurare lo sviluppo aziendale o cercare ridimensionamenti strategici e flessibilità, ma sempre con il fine di migliorare la posizione competitiva e di generare valore.

### **1.1.1. Fusione e Acquisizione (Merger and Acquisition)**

La fusione rappresenta uno strumento da cui si origina l'unificazione di due società in un'unica entità giuridica, la quale eredita tutte le componenti patrimoniali attive e passive della società acquisita. Essa è regolamentata dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) nel principio n° 4 e dal Codice civile negli articoli 2501, il quale non offre una definizione chiara di fusione ma specifica, all'articolo 2501 che la fusione di più società può avvenire mediante la fusione in una nuova società oppure mediante l'incorporazione in una società già esistente nel momento in cui si verifica l'operazione.<sup>3</sup> Questo strumento giuridico permette l'integrazione tra due o più aziende, che, pur appartenendo originariamente a soggetti giuridici distinti, si fondono in un unico sistema aziendale di maggiori dimensioni, appartenente al nuovo soggetto giuridico creato al termine dell'operazione.<sup>4</sup>

La fusione, secondo il nostro ordinamento, rappresenta la modalità principale per realizzare operazioni di concentrazione e acquisizione tra imprese, nonché per la riorganizzazione di gruppi, permettendo il massimo livello di unificazione e integrazione tra i soggetti coinvolti. Con questa definizione, la normativa civilistica si limita a delineare le diverse tipologie di fusione possibili:

1. **Fusione per unione (fusione pura):** in questa forma, le società coinvolte nell'operazione si "estinguono" per creare una nuova entità giuridica. Gli azionisti delle società partecipanti alla fusione ottengono delle nuove azioni o quote della

---

<sup>2</sup> Mancin M., *Le operazioni straordinarie d'impresa: normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*, Giuffrè editore, Milano, 2020, pp. 9-12

<sup>3</sup> Cfr. Art. 2501, comma, Codice civile.

<sup>4</sup> Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, VI ed., Giappichelli, Torino, 2020, p. 13.

nuova società nascente in relazione al rapporto di cambio con le loro precedenti azioni. Tutte le attività e passività delle società fuse, così come le rispettive compagini sociali, confluiscono nella nuova società. Questo tipo di fusione è meno comune e viene utilizzato principalmente quando esiste una sostanziale parità tra le società partecipanti dal punto di vista economico e tecnico, con l'intento di valorizzare tale parità. Tuttavia, questo processo può comportare maggiori difficoltà organizzative, poiché tutte le società coinvolte potrebbero sperimentare un rallentamento nelle loro attività operative.<sup>5</sup>

2. **Fusione per incorporazione:** in questa forma di fusione si estingue solo la società che va ad incorporarsi mentre la società che incorpora può decidere di effettuare un aumento di capitale con conseguente attribuzione delle azioni/quote ai nuovi soci sulla base di un rapporto di cambio tra quelle nuove e quelle già esistenti alla data dell'operazione.<sup>6</sup> L'incorporante continuerà ad operare integrando il proprio patrimonio con quello derivante dalla incorporata e i soci di quest'ultima entreranno a far parte nella compagine sociale della incorporante. Questa è la tipologia di fusione più diffusa e frequente in quanto risulta essere la più semplice e la meno onerosa sul piano pratico

Sulla base della tipologia di società partecipanti alla fusione si distinguono ulteriori tre tipologie:

1. **Fusione “omogenea”:** operazione che si ottiene mediante di società di capitali o società di persone;<sup>7</sup>
2. **Fusione “eterogenea progressiva”:** operazione caratterizzata dalla fusione di società di persone in capitali;
3. **Fusione “eterogenea regressiva”:** particolare forma di operazione straordinaria, in quanto la fusione trasforma le società di capitale in quelle di persone.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Potito L., op. cit., 2020, p. 85

<sup>6</sup> [www.accademiaromanaragioneria.it/nota-operativa-n.10/2021](http://www.accademiaromanaragioneria.it/nota-operativa-n.10/2021)

<sup>7</sup> Cfr. Documento OIC 4

<sup>8</sup> Cfr. Documento OIC 4

L'attuazione dell'istituto della fusione prevede una serie di passaggi particolarmente rilevanti disciplinati dal Codice Civile al fine di tutelare soprattutto l'interesse dei terzi che "subiscono" l'operazione. La fusione avviene in tre fasi: la prima fase riguarda la redazione di un progetto di fusione da parte degli amministratori di entrambe le società coinvolte nell'operazione dove vengono stabilite le date, le basi su cui si fonda la trattativa, le condizioni e le modalità dell'operazione. In particolare, vanno specificate una serie di condizioni come: il tipo, la ragione sociale e la sede delle società partecipanti alla fusione; l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante; il rapporto di cambio delle azioni o quote, ossia il rapporto in base al quale saranno assegnate ai soci delle società che si estinguono le azioni della società nascente o incorporante. Inoltre, deve essere specificato anche l'eventuale conguaglio in denaro da corrispondere ai soci. Tale progetto di fusione deve essere approvato da entrambe le assemblee delle società, per poi essere soggetto a pubblicità, mediante l'iscrizione nel registro delle imprese. La documentazione informativa non si esaurisce con il progetto di fusione, in quanto il Codice Civile prevede la redazione di tre ulteriori documenti:

1. Situazione patrimoniale: gli amministratori di ciascuna società sono tenuti a redigere una situazione patrimoniale aggiornata della società, con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio.
2. Relazione degli amministratori: è stabilito che questi ultimi devono redire una relazione nella quale vengono illustrati e giustificati il progetto di fusione con il relativo rapporto di cambio, in maniera da mettere i soci di verificare in modo efficace i metodi di valutazione utilizzati dagli amministratori stessi.
3. Relazione degli esperti: gli esperti che partecipano all'operazione di fusione sono tenuti a redigere una relazione in cui esprimono un loro giudizio sia sulla validità del rapporto di cambio tra le azioni vecchie e quelle nuove sia sulla conformità ed idoneità del metodo di valutazione utilizzato per valutare le società.<sup>9</sup>

Le motivazioni che possono spingere i dirigenti aziendali e gli amministratori a intraprendere operazioni di fusione sono legate al miglioramento degli aspetti operativi e

---

<sup>9</sup> Campobasso G., *Manuale di diritto commerciale*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2017, p. 362.

gestionali, come quelli tecnologici, di mercato, di approvvigionamento, dei canali distributivi, commerciali e produttivi, oltre che agli aspetti finanziari, come nel caso di imprese in difficoltà. La fusione si distingue spesso dall'acquisizione tra imprese e viene preferita poiché non comporta un esborso di liquidità, il che può rappresentare un notevole vantaggio. Questo è particolarmente vero quando l'urgenza di integrare altre aziende è alta, ma i fondi disponibili sono limitati, oppure la somma richiesta per l'acquisto è troppo elevata. Al verificarsi queste situazioni, l'operazione potrebbe non andare a buon fine. La fusione rappresenta quindi uno strumento di crescita esterna che permette di raggiungere gli obiettivi strategici in tempi più brevi e con maggiore efficienza.<sup>10</sup>

Tra i principali vantaggi che si possono ottenere da un'operazione di fusione troviamo: il raggiungimento di economia di scala, ottenute con lo sfruttamento a pieno della capacità produttiva dell'impresa e il conseguente abbassamento del costo medio unitario; l'ottimizzazione delle sinergie e la riduzione dei costi di transizione. Un ulteriore vantaggio si può riscontrare nella di accedere a mercati o settori caratterizzati da alte barriere d'ingresso all'entrata, o che richiedono determinati requisiti e condizioni particolarmente difficile da raggiungere, se non con costi insostenibili o attraverso investimenti particolarmente onerosi soprattutto per le imprese medio/piccole. La fusione può inoltre ridurre il tasso di rischio, aumentare la competitività e migliorare la redditività complessiva. Ulteriori benefici possono includere vantaggi fiscali, un miglioramento della situazione finanziaria e della posizione finanziaria netta, grazie alla presenza di liquidità elevata nelle società fuse o alla possibilità di alienare immobilizzazioni non più strategiche per il nuovo complesso aziendale.

L'acquisizione di un'azienda è una strategia fondamentale nel panorama delle operazioni aziendali, utilizzata per ottenere il controllo su un'altra impresa attraverso l'acquisto della sua proprietà o di una quota significativa del suo capitale azionario. Questo processo è solitamente effettuato mediante un corrispettivo monetario, ma può anche includere altri strumenti finanziari o considerazioni. Le acquisizioni possono variare in base al tipo di

---

<sup>10</sup> Potito L., op. cit., 2020, p. 54

partecipazione acquisita e al grado di controllo ottenuto oppure in base alle diverse strategie di mercato. Infatti, le acquisizioni si dividono in: **acquisizioni orizzontali**, le quali si verificano nel caso in cui un'azienda acquisisce un'altra azienda dello stesso settore e che generalmente rappresenta un suo concorrente diretto; in tale situazione il fine principale è quello di espandere la quota di mercato, ridurre la concorrenza, e sfruttare le economie di scala; si parla di **acquisizione verticale** quando un'azienda acquisisce un'altra impresa che opera in un diverso livello della catena del valore, spesso un fornitore (acquisizione a monte) o un distributore/cliente (acquisizione a valle); l'obiettivo principale è migliorare il controllo della filiera produttiva, ridurre i costi e aumentare l'efficienza.

Le acquisizioni d'azienda si dividono in:

1. **Partecipazione Totalitaria:** questa forma di acquisizione prevede l'acquisto della totalità delle attività aziendali della società *target*. L'acquirente diventa quindi il proprietario completo della società, assumendo il controllo totale su tutte le sue operazioni, beni, passività e responsabilità. Questo tipo di acquisizione comporta un'integrazione completa e la piena assimilazione delle risorse e dei processi dell'azienda acquisita.
2. **Partecipazione di Maggioranza:** in questo scenario, l'acquirente ottiene una quota di capitale sociale superiore al 50% della società *target*. Questa partecipazione consente all'acquirente di esercitare un controllo predominante sulla gestione e sulle decisioni strategiche della società controllata. Tuttavia, anche in contesti di grandi dimensioni, dove l'azionariato è molto diffuso, è possibile acquistare una partecipazione non di maggioranza, ma comunque sufficiente per esercitare un'influenza significativa sulla società, tramite l'acquisizione di un potere di voto sufficiente a determinare le sorti dell'azienda.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Potito L., op. cit., 2020, p. 60

Le acquisizioni aziendali, come le fusioni, rientrano nelle strategie di crescita esterna e rappresentano un metodo efficace per perseguire obiettivi strategici e di espansione. Queste operazioni offrono diversi vantaggi, i quali verranno analizzati ed approfonditi nei paragrafi successivi:

1. **Crescita Rapida:** Le acquisizioni permettono un'espansione dimensionale e strategica molto più veloce rispetto ai processi di crescita interna, che richiedono tempo e risorse significative per sviluppare nuove capacità, mercati o prodotti.
2. **Creazione di Valore:** Acquisire un'azienda può portare alla realizzazione di sinergie operative e finanziarie, contribuendo alla creazione di valore attraverso l'ottimizzazione delle risorse, l'accesso a nuove tecnologie e mercati, e la riduzione dei costi.
3. **Accesso a Nuovi Mercati e Tecnologie:** L'acquisizione di un'azienda può facilitare l'ingresso in nuovi mercati geograficamente o settorialmente distanti, e può offrire l'opportunità di acquisire tecnologie avanzate o competenze che non sono disponibili internamente.

## 1.2 Principali ragioni alla base di un'operazione di M&A

Le principali ragioni alla base di un'operazione di fusione o acquisizione possono essere e non essere di natura finanziaria/economica. Fra le principali ragioni di natura non prettamente economica, rientrano quelle riguardante i manager di grandi aziende, i quali, molto frequentemente, incoraggiati ad ottenere dei maggiori risultati personali, spingono le aziende per cui lavorano a perseguire delle operazioni straordinarie. Tra le principali ragioni che spingono i manager a fare ciò, rientrano: l'obiettivo di crescita professionale con il conseguente aumento di retribuzione; un'enorme fiducia nelle proprie capacità manageriali, fenomeno definito *overconfidence*, il quale porta per natura i manager a sovrastimare le proprie capacità intellettuali perdendo il controllo sui risultati finali dell'operazione, in modo da far pagare dei premi di acquisizione maggiori alle proprie

aziende<sup>12</sup>. Numerosi studi hanno dimostrato la stretta relazione che esiste tra un eccesso di fiducia nei manager e la correlata l'entità del premio di acquisizione. In altre parole, i dirigenti convinti delle loro capacità possono decidere di pagare un sovrapprezzo significativo per acquisire un'azienda, convinti di poter ottenere risultati superiori nonostante il costo elevato.

Al fine di evitare che i dirigenti seguano esclusivamente i propri obiettivi ed interessi personali a discapito di quelli degli azionisti, sono stati pensati e progettati una serie di strumenti di corporate governance con il principale obiettivo di allineare gli interessi di tutti gli stakeholder coinvolti nell'acquisizione aziendale. Un esempio di tali strumenti sono le *stock options*. Si tratta di opzioni su azioni che concedono ai manager la possibilità di acquistare azioni dell'azienda a un prezzo prefissato. Queste opzioni possono garantire che i dirigenti partecipino anche ai costi derivanti da fusioni o acquisizioni che non risultano fruttuose, riducendo così i benefici personali derivanti da decisioni rischiose. Questo strumento contribuisce a mitigare uno dei problemi identificati in numerosi studi, ossia che gli amministratori delegati spesso detengono partecipazioni azionarie troppo limitate nelle società che dirigono, generando conflitti di interesse. Implementando questo tipo di strumenti, risulta possibile allineare al meglio gli interessi dei manager con quelli degli azionisti, favorendo decisioni più equilibrate e orientate al lungo termine.<sup>13</sup>

Le operazioni straordinarie, in particolar modo fusioni ed acquisizione vengono spinte nella maggior parte dei casi da motivazioni finanziarie ed economiche, al fine di ottenere al termine dell'operazione maggiore redditività per le aziende coinvolte. Di seguito vengono elencati una serie di quelle che possono essere considerate alcune delle principali motivazioni economico/finanziarie su cui si basano le acquisizioni<sup>14</sup>:

---

<sup>12</sup> Ailing P., Wnkai L., Xue W., *Managerial overconfidence, debt capacity and merger & acquisition premium*, Nankai Business Review International, 2019, pp.570-590.

<sup>13</sup> Uno degli studi che tratta il problema in questione e a cui si rimanda per approfondimenti è "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", M.C. Jensen, The American Economic Review (1986), Vol.76, No. 2, pp.323-329.

<sup>14</sup> Fontana F., Boccardelli P., *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Hoepli, 2015, IV ed., pp. 3-5, pp. 81-82.

1. **Integrazione verticale:** Se l'impresa acquisita è un fornitore dell'azienda acquirente, si parla di integrazione verticale a monte; se invece l'impresa acquisita è un cliente dell'acquirente, si tratta di integrazione verticale a valle. Questa operazione consente di esercitare un controllo più efficace sugli stadi precedenti o successivi della produzione, ottenendo vantaggi in termini di costi e maggiore controllo.
2. **Integrazione orizzontale:** rappresenta l'espansione dell'attività di un'impresa verso dei prodotti o processi appartenenti alla filiera tecnologico-produttiva. Molto spesso le aziende tendono ad acquistare delle aziende che si occupano di differenti produzioni, ma caratterizzati dagli stessi cicli di vita, dalle medesime fasi di lavorazione. Un esempio può essere rappresentato da un'impresa che si occupa della produzione di elettrodomestici e che per espandersi orizzontalmente acquisisce parte di un'impresa che opera nello stesso settore ma produce altri elettrodomestici;
3. **Diversificazione:** L'acquisizione può essere realizzata per ampliare l'offerta di prodotti e servizi sul mercato e per ridurre il rischio associato all'attività in un unico settore, sfruttando le risorse e le competenze delle aziende coinvolte nell'operazione.
4. **Espansione geografica:** Attraverso l'ingresso o l'espansione in uno o più mercati geografici, l'obiettivo è acquisire nuovi clienti o rispondere alle esigenze dei clienti esistenti che hanno, a loro volta, aperto nuove sedi in diverse aree geografiche.<sup>15</sup>;
5. **Investire liquidità in eccesso:** Un altro fattore rilevante che guida le operazioni di M&A è la necessità da parte dei promotori di investire la liquidità in eccesso. Questo approccio dà la possibilità alle imprese che dispongono di grandi risorse liquide di cogliere delle opportunità di mercato impiegando tali risorse e soprattutto per fare in modo che su queste non gravi la tassazione. Inoltre, per le aziende multinazionali, l'investimento in opportunità nel proprio paese, può risultare un metodo molto efficace per far rientrare in maniera indiretta i capitali nel proprio paese;
6. **Acquisizione di competenze e risorse scarse:** tramite l'operazione di

---

<sup>15</sup> Caroli M., *Gestione delle imprese internazionali*, MC Graw Hill, 2020, IV ed. p.65.

fusione o acquisizione, un'impresa a cui mancano determinate competenze, anziché assumere altro personale, può integrarle in maniera molto più diretta, andando ad acquisire un'altra azienda che già le possedeva.

7. **Economie di raggio d'azione:** le operazioni di M&A possono essere effettuate con aziende i cui prodotti o servizi sono collegati dal punto di vista tecnologico, produttivo o di marketing; in questo caso, l'operazione è chiamata "concentrica". Se invece tra le due aziende non esistono questo tipo di connessioni, allora si parla di acquisizione "conglomerata". In quest'ultimo caso, le risorse e le competenze delle imprese coinvolte sono difficilmente trasferibili all'altra azienda, anche se è comune il trasferimento di competenze manageriali. In questo contesto, il successo dell'operazione di M&A dipende in gran parte dalla fase di integrazione successiva all'accordo.

### **1.2.1 Le possibili sinergie ottenibili: sinergie operative e finanziarie**

Il principale motivo che spinge le aziende a promuovere delle operazioni di natura straordinaria è rappresentato dal valore finale delle sinergie che si ottengono una volta che si è conclusa l'operazione. Le sinergie non sono altro che la combinazione di vari fattori aziendali, dal cui risultato possono emergere sia dei risultati positivi, e quindi un accrescimento del valore delle sinergie avutosi con il compimento dell'operazione, sia dei risultati negativi, cioè non vengono raggiunti i livelli di sinergie programmate. Alla base delle motivazioni che spingono i promotori ad intraprendere un'operazione di finanza straordinaria vi è la possibilità di rendere più efficiente il sistema aziendale, riducendo i costi, per effetto di una migliore gestione delle uscite, oppure aumentando i ricavi, sotto forma di maggior entrate.<sup>16</sup> Oltre ai vantaggi legati ai diversi driver dell'operazione, già esaminati nei paragrafi precedenti, le principali sinergie ottenibili da una fusione o acquisizione si dividono essenzialmente in due categorie:

1. **Sinergie operative:** Le sinergie operative possono derivare dai differenziali nei flussi di cassa, generati da un aumento dei ricavi o da una riduzione dei costi.

---

<sup>16</sup> Capasso A., Meglio O., *Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*, FrancoAngeli, Milano, 2009, p.84

Tuttavia, poiché i flussi di cassa di un'azienda sono generati su base annua, è necessario considerare il loro valore attuale, il che implica che le sinergie non dipendono solo dai flussi di cassa, ma anche dal loro tasso di attualizzazione, legato alla rischiosità dell'operazione. La fusione di due imprese può aumentare il potere di determinazione dei prezzi, specialmente se operano nello stesso settore. Questo dipenderà dalle dimensioni delle aziende fuse, dal livello di concorrenza nel settore e nei mercati geografici interessati. Se la fusione portasse a una struttura di mercato più oligopolistica, ciò potrebbe essere possibile, ma se generasse un'eccessiva concentrazione del settore, potrebbe non ricevere l'approvazione delle autorità di regolamentazione. Tuttavia, studi empirici sulle fusioni orizzontali hanno mostrato che i benefici derivanti da tali operazioni sono spesso attribuibili principalmente a miglioramenti dell'efficienza, piuttosto che a un aumento del potere di mercato. Un'altra potenziale fonte di aumento dei ricavi può essere l'unione di punti di forza complementari: ad esempio, un'azienda può eccellere nella ricerca e sviluppo o nella produzione, mentre l'altra è forte nella distribuzione e nel marketing. L'integrazione di queste competenze complementari rende l'impresa risultante più efficiente e competitiva. Le sinergie operative basate sulla riduzione dei costi possono derivare dalla creazione di economie di scala, ossia una diminuzione del costo per unità prodotta grazie all'espansione delle dimensioni o della capacità operativa di un'azienda. Queste economie di scala possono essere suddivise in due categorie: reali, che derivano da una riduzione delle risorse necessarie per ogni unità di prodotto, e finanziarie, che si ottengono pagando meno per i fattori produttivi grazie alla maggiore entità delle transazioni. Le aziende manifatturiere, specialmente quelle con un alto grado di intensità di capitale, che richiedono grandi investimenti iniziali in macchinari e attrezzature, tendono inizialmente ad avere costi unitari molto elevati dovuti principalmente all'impatto generato dai costi fissi; in seguito, con il crescente aumento del livello di produzione, il costo medio unitario tenderà ad abbassarsi. In sostanza possiamo affermare che l'acquisizione orizzontale di un concorrente, risulta vantaggiosa se porta a una riduzione dei costi unitari. Tuttavia, questo effetto si verifica solo fino a un certo livello di output, oltre il quale i costi unitari possono iniziare a crescere a causa delle diseconomie di scala.

2. **Sinergie finanziarie:** Le sinergie finanziarie riguardano l'effetto di una fusione o acquisizione sui costi del capitale per l'impresa acquirente o per entrambe le parti coinvolte. La combinazione di due aziende può ridurre la volatilità dei loro flussi di cassa, se questi non sono perfettamente correlati, rendendo l'azienda percepita come meno rischiosa dai finanziatori. Questo fenomeno può essere spiegato attraverso il concetto di *debt coinsurance*: una delle due imprese potrebbe trovarsi in difficoltà finanziarie e rischiare il fallimento, causando perdite per i suoi creditori. Tuttavia, è difficile prevedere quale delle due aziende potrebbe fallire. Se le due imprese fossero state unite prima che si verificassero le condizioni di fallimento, i flussi di cassa dell'impresa solvente potrebbero ridurre le perdite per i creditori. Il problema di questo effetto è che i creditori traggono vantaggio da un'azienda meno rischiosa, creando benefici che potrebbero essere a scapito degli azionisti. Un'altra motivazione per queste operazioni riguarda il vantaggio fiscale. In alcuni paesi, come l'Italia, è possibile dedurre le perdite della società acquisita per ridurre il carico fiscale dell'azienda acquirente. In questo modo, l'impresa che acquisisce può beneficiare dei crediti d'imposta presenti nei bilanci della società acquisita, derivanti dalle perdite accumulate. Le sinergie finanziarie possono essere sfruttate anche in un altro modo: una società con ampie risorse economiche e abbondante liquidità può acquisire un'azienda con numerosi progetti ad alto rendimento, ma che non ha i mezzi per finanziarli. Questo tipo di accordi tende a verificarsi soprattutto quando grandi aziende, o quelle quotate in borsa, acquisiscono aziende più piccole. I manager di piccole imprese si trovano spesso costretti a rinunciare a opportunità di investimento redditizie perché devono reperire nuovo capitale per finanziarle, e l'accesso al mercato dei capitali può risultare complicato, scaturendo così un razionamento del capitale.

### **1.2.2. Le sfide di un'operazione di M&A**

Dopo aver esaminato le principali ragioni che spingono le imprese a intraprendere operazioni di fusione e acquisizione, così come i vantaggi che permettono di creare sinergie positive e aumentare il valore aziendale, passiamo a considerare le criticità legate

all'implementazione di tali operazioni. Effettuare operazioni di mergers and acquisitions, infatti, non è un processo semplice, e le aziende devono prestare attenzione ai possibili rischi che potrebbero emergere, dei quali si possono verificare:<sup>17</sup>:

1. **Integrazione culturale:** rappresenta una delle criticità più significative in un'operazione di M&A. La fusione di organizzazioni con culture aziendali diverse può creare tensioni e resistenza interna, problema che si può risolvere tramite la gestione attenta e promozione di una cultura aziendale unificata;
2. **Rischi finanziari:** rappresentano una serie di rischi, tra cui i costi di integrazione e l'indebitamento, che possono influire negativamente sull'esecuzione e il successo delle M&A. Di conseguenza, la valutazione accurata delle implicazioni finanziarie e la gestione oculata delle risorse sono cruciali per evitare difficoltà finanziarie a seguito delle transazioni;
3. **Resistenza interna:** rappresenta spesso una conseguenza delle M&A, poiché i dipendenti possono percepire i cambiamenti come minacce alla sicurezza lavorativa e alla cultura aziendale. La gestione delle turbolenze interne ed organizzative richiede una comunicazione trasparente, la creazione di un ambiente di lavoro collaborativo e la gestione efficace delle aspettative;
4. **Valutazione errata:** può portare a risultati deludenti, per cui risulta indispensabile condurre un'analisi approfondita accompagnata da una due diligence completa per valutare correttamente il valore delle aziende oggetto di valutazione.
5. **Sovradimensionamento strutturale:** comporta un aumento dei costi fissi con conseguente aumento del costo medio unitario. Tutto ciò può rendere l'impresa più rigida e meno capace di far fronte alle continue oscillazioni del mercato.

### 1.3. Fasi del processo di negoziazione e contrattazione

Il processo con cui si svolge un'operazione di M&A si articola in quattro fasi: selezione,

---

<sup>17</sup> Newsletter n.3 Gennaio/Febbraio 2024, realizzata da Il Sole 24 ORE, in collaborazione con TMC Advisory.

valutazione, negoziazione e integrazione. Sebbene questa suddivisione sia utile a livello teorico, è importante sottolineare che, nella pratica, le diverse fasi devono rimanere strettamente interconnesse per garantire un'attuazione efficace del progetto di M&A.

La prima fase, detta **selezione**, prevede una serie di attività di analisi preliminare, necessarie per individuare la strategia più adatta a massimizzare il risultato economico e a ridurre i rischi operativi. Queste attività includono la definizione della strategia e degli obiettivi, l'analisi del mercato e la determinazione delle caratteristiche della società target.

La seconda fase, detta **valutazione**, inizia con i primi contatti con la società target, per poi procedere a determinare il giusto valore della società target attraverso l'analisi dei suoi elementi più rilevanti, come la posizione competitiva, la quota di mercato, le risorse, il know-how e la disponibilità di tecnologie. Vengono inoltre valutati lo stato e la qualità degli impianti, così come la consistenza e il valore delle immobilizzazioni immateriali. È inoltre necessario analizzare la situazione finanziaria e lo sviluppo economico della società target sia dal punto di vista storico che da quello futuro, attraverso le informazioni che i venditori e i loro consulenti forniscono ai potenziali acquirenti sulla società in modo che possano formulare delle giuste valutazioni e conseguenzialmente delle corrette offerte.<sup>18</sup> In questa fase è necessario identificare le modalità di finanziamento e strutturazione dell'operazione, aspetti che verranno analizzati nel prossimo paragrafo.

Di seguito, si passa alla fase di **negoziazione**, che inizia con la stipula di un accordo preliminare, detto anche "*letter of intent*", tra le parti coinvolte nell'operazione, il cui scopo è garantire la serietà delle trattative tra le parti in cui vengono delineati gli elementi su cui hanno già raggiunto un'intesa, come le modalità di pagamento. Durante le trattative, che caratterizzano questa fase, le parti svolgono le attività necessarie per ottenere una comprensione approfondita della società target, protette da accordi di riservatezza. È in questa fase che si svolge la due diligence, un processo di analisi approfondita della società target, volto a esaminare tutte le sue posizioni giuridicamente ed economicamente rilevanti, allo scopo di identificare eventuali anomalie o difformità strutturali che potrebbero influenzare il prezzo o, nei casi più gravi, compromettere l'intera operazione.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/Acquisizione-impresa.htm>.

<sup>19</sup> Martinazzoli D. – Gagliardi G., *il manuale della due diligence*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2004.

Infine, si entra nella quarta fase, in cui si **formalizza** il contratto di compravendita vero e proprio. Solo al termine di questa fase si può considerare conclusa l'intera operazione. È importante sottolineare che questa fase non si conclude con la firma del contratto, ma prosegue fino all'integrazione completa ed efficiente dell'azienda acquisita con quella acquirente, al fine di massimizzare le attività nonostante il cambio di proprietà. Inoltre, la stipula del contratto di compravendita, che di solito avviene dopo la conclusione della due diligence, richiede un processo di "normalizzazione" dei dati forniti dalla società target. Individuati i parametri chiave per la transazione durante l'attività due diligence, l'analisi legale e finanziaria ha lo scopo di "normalizzare" tutti i dati economici e finanziari forniti dalla società target, i quali, i quali, successivamente, rappresenteranno la base per l'applicazione della metodologia di valutazione prescelta.<sup>20</sup>. Condurre efficacemente la due diligence, sia legale che contabile, è essenziale per individuare e applicare gli aggiustamenti necessari per correggere eventuali errori del target, politiche di bilancio distorte, o principi contabili che, secondo la prospettiva dell'acquirente, non rappresentano accuratamente alcune transazioni specifiche. Questo processo è cruciale per determinare il valore corretto della società e, di conseguenza, il prezzo di vendita.

#### **1.4. Finanziamento delle operazioni di M&A**

Un requisito fondamentale per portare a termine un'operazione di M&A è che la società acquirente riesca a procurarsi le risorse necessarie per coprire il fabbisogno finanziario. Il finanziamento di queste operazioni non segue un modello standard, poiché ogni piano di finanziamento volto all'acquisizione di un'azienda deve tenere in considerazione una serie di elementi molto importanti come: settore di riferimento, mercato in cui opera la società, ciclo di vita in cui si trova, la struttura patrimoniale e finanziaria, la capacità di accedere a nuovi mercati. Oltre a questi elementi, anche considerazioni legate all'opportunità, ai tempi e all'esperienza contribuiscono a determinare una struttura finanziaria che, pur non essendo necessariamente la migliore in senso assoluto, sarà sicuramente adeguata alle esigenze specifiche dell'operazione.

---

<sup>20</sup> Gagliardi G., Ghiringhelli M., *Due Diligence: il suo contributo al successo di un'acquisizione*, in Finanza d'impresa, V ed., 2006, p.433.

Dal punto di vista finanziario, una società che valuta la struttura ottimale dovrà affrontare una decisione cruciale: procedere con un pagamento in denaro o tramite titoli<sup>21</sup>:

1. **Operazioni tramite titoli:** prevedono che gli azionisti o soci della società venduta non ricevano denaro, ma titoli emessi dalla società acquirente, a fronte dei quali cederà a questi ultimi la titolarità delle azioni della società *target*. Il pagamento di un'acquisizione in azioni si può realizzare soltanto quando la società acquirente è quotata su un mercato regolamentato. La quotazione delle azioni conferisce l'opportunità all'azionista di avere a sua disposizione un ulteriore mezzo di pagamento oltre il<sup>22</sup>;
2. **Operazioni tramite cassa:** prevedono il regolamento del prezzo dell'operazione attraverso un pagamento in denaro da parte dell'acquirente. Tali operazioni sono le più frequenti poiché sono maggiormente preferibili dai venditori in quanto ricevono immediatamente un ammontare certo e permettono un completo disinvestimento.

Le fonti di finanziamento a cui un'impresa che intende eseguire un'operazione di M&A può attingere si possono dividere in due macrocategorie **capitale proprio** e **capitale di debito**:

1. **Utilizzo della liquidità aziendale (autofinanziamento):** rappresenta la forma di finanziamento più diretta e prevede l'impiego della liquidità disponibile dell'azienda, insieme ai flussi di cassa che si prevede verranno generati entro i termini stabiliti per il pagamento dell'acquisizione. Questo tipo di finanziamento è tipicamente utilizzato in operazioni in cui esiste una notevole differenza di dimensioni tra la società acquirente e la società target, e in cui la prima si trova in una solida posizione economica<sup>23</sup>;
2. **Aumento di capitale:** In assenza di liquidità sufficiente, l'acquirente per completare l'acquisizione può incrementare il proprio patrimonio mediante un aumento di capitale, utilizzando i fondi raccolti tramite la sottoscrizione di nuove

---

<sup>21</sup> Dallochio M., Lucchini G., Scarpelli M., *Mergers and Acquisition*, Egea, Milano, 2015, pag.327.

<sup>22</sup> <https://www.meliusform.it/il-finanziamento-delle-operazioni-di-m-a.html>.

<sup>23</sup> Memento Pratico, Società Commerciali, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2019, pag.846.

azioni riservate agli azionisti della società oppure ad investitori di mercato. Nel primo caso, agli azionisti viene offerta la possibilità di sottoscrivere un numero di nuove azioni entro un determinato periodo, permettendo loro di esercitare il diritto di opzione per evitare la diluizione della loro partecipazione, cedere il diritto sul mercato, o non esercitarlo affatto. In genere, per incentivare la partecipazione degli azionisti, il prezzo delle nuove azioni è fissato a un livello inferiore rispetto al loro valore equo (fair value). Questa modalità è preferita rispetto all'aumento di capitale rivolto agli investitori di mercato, poiché escludere il diritto di opzione, che per legge spetta a tutti gli azionisti, richiede una procedura più complessa. Tuttavia, se l'acquirente cerca nuovi partner per partecipare all'operazione straordinaria, diventa necessario stipulare accordi specifici con questi partner. Nella prassi, solitamente al fine di evitare che i nuovi partner entrino direttamente nel capitale sociale aziendale, vengono istituite delle nuove società, con lo scopo specifico di realizzare l'operazione di acquisizione. Inoltre, vengono stabiliti patti parasociali adeguati a gestire la società *target*, considerando i ruoli gestionali, le integrazioni e sinergie industriali e commerciali previste, o il ruolo di semplice investitore che alcuni partner possono assumere;

3. **Finanziamenti bancari:** questa tipologia di investimenti possono differenziarsi a seconda di alcune condizioni quali la durata temporale, la diversa modalità di erogazione, la presenza o meno di un rimborso finale e l'eventuale presenza di una garanzia reale a sostegno del finanziamento. I prestiti, a seconda della diversa modalità di erogazione, si dividono in finanziamenti *bilaterali* e *in pool*. I finanziamenti bilaterali, noti anche come *bilateral loan*, sono prestiti bancari standard concessi da una singola banca. Questi prestiti vengono generalmente utilizzati per operazioni di importo limitato e realizzate sul mercato interno. Dal punto di vista contrattuale, si tratta di accordi relativamente semplici, che definiscono l'importo del credito concesso, le modalità di utilizzo, i parametri e la frequenza di calcolo degli interessi, e che impongono alla società finanziata obblighi come il pagamento degli interessi, il rimborso del capitale alla scadenza, e la fornitura di informazioni. I finanziamenti in pool, invece, sono dei finanziamenti che vengono concesse a società da un gruppo di banche, le quali solitamente sono coordinate da una banca che instaura i rapporti con la società

finanziata. La società acquirente opta per questo tipo di prestito quando le esigenze finanziarie richiedono un indebitamento di maggiore entità<sup>24</sup>;

4. **Emissione di obbligazioni:** un ulteriore modo con cui una società può ottenere capitale da investire è rappresentato dall'emissione di obbligazioni. Questi sono titoli di debito emessi da una società o da un ente pubblico, che conferiscono al detentore il diritto di ricevere il rimborso del capitale prestato alla scadenza, oltre al pagamento periodico di interessi (cedole). A seconda delle caratteristiche, esistono diverse tipologie di obbligazioni come le obbligazioni a tasso fisso, a tasso variabile, strutturate, convertibili<sup>25</sup>.

### 1.5. La valutazione d'azienda

L'espressione "valutare un'azienda" può assumere significati diversi. La valutazione può riguardare l'impatto sociale dell'azienda (in termini di volumi di produzione, esportazioni, occupazione), la sua posizione nei mercati, e le sue capacità in termini di efficienza e competitività<sup>26</sup>. Il valore di un'azienda è dunque un valore economico: in senso soggettivo, riflette l'importanza che un soggetto attribuisce all'apporto dell'azienda per il proprio benessere, considerando l'azienda come parte dell'attività sociale; in senso oggettivo, indica la capacità dell'azienda di raggiungere tali scopi. Questo concetto implica che la valutazione di un'azienda riguarda un'unità economica autonoma, che essendo un organismo chiuso, è destinata a fornire prodotti o servizi specifici per la collettività. Da un punto di vista soggettivo, quel valore ha lo scopo di procurare vantaggi materiali agli aventi diritto, e nel caso di imprese private, di generare utili che costituiscono il reddito degli interessati.<sup>27</sup>

Le ragioni per cui viene richiesta la stima del capitale possono essere ricondotte a tre operazioni principali<sup>28</sup>:

---

<sup>24</sup> Dallochio M., Lucchini G., Scarpelli M., op. cit., 2015, pag.333 ss.

<sup>25</sup> [www.meliusform.it/il-finanziamento-delle-operazioni-di-m-a.html](http://www.meliusform.it/il-finanziamento-delle-operazioni-di-m-a.html)

<sup>26</sup> Guatri L., *La valutazione delle aziende*, II ed., Giuffrè Editore, Milano, 1984, p. 1

<sup>27</sup> Viel J., Bredt O., Renard M., *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, Etas Libri, Milano, 1973, p. 10

<sup>28</sup> Corbella S., Liberatore G., Tiscini R., *Manuale di valutazione d'azienda*, McGraw-Hill, Milano, 2020

1. Modifiche dell'assetto proprietario;
2. Analisi del valore;
3. Redazione del bilancio.

La prima finalità riguarda tutte quelle situazioni in cui la struttura proprietaria dell'azienda subisce cambiamenti e il valutatore agisce come garante tra interessi contrastanti. Si tratta di operazioni straordinarie, come un aumento di capitale riservato a nuovi soci, dove è necessario determinare il valore del sovrapprezzo rispetto al valore nominale, o una fusione per incorporazione, in cui l'incorporante deve garantire un equo scambio di quote ai soci dell'incorporata. Nella relazione finale di stima del capitale economico, il valutatore deve essere estremamente dettagliato, poiché i soggetti interessati presteranno grande attenzione a ogni elemento del processo di valutazione.

La seconda finalità si concentra sulla scomposizione del valore dell'azienda in relazione a unità esterne (come clienti e fornitori) o interne (come società partecipate o aree strategiche d'affari) con l'obiettivo di rafforzare le sinergie esistenti o crearne di nuove. In questo contesto, è essenziale comprendere come il valore dell'azienda possa variare in base alle diverse operazioni strategiche pianificate. Non basta, infatti, stimare il valore complessivo dell'azienda; è necessario analizzarne le componenti.

La terza finalità riguarda l'uso della stima del valore economico del capitale per supportare la redazione del bilancio, assicurandosi che il capitale riportato in bilancio non superi il valore economico stimato.

Le operazioni di acquisizione, si riferiscono a strategie di crescita esterna che rientrano nell'ambito della finanza straordinaria. Queste iniziative aziendali si distinguono per la loro unicità e carattere straordinario, con l'obiettivo primario di generare valore.<sup>29</sup> Il processo che porta alla conclusione di queste trattative è solitamente lungo e produce numerosi effetti, sia sulla struttura dell'azienda coinvolta, sia sul mercato in cui opera, sia sull'economia di riferimento. Per questo motivo, è fondamentale stimare il valore dell'azienda, in modo da valutare accuratamente le opzioni disponibili e prendere decisioni informate. Inoltre, le operazioni straordinarie richiedono spesso una valutazione

---

<sup>29</sup> Salvi A., Salsa R., *Valutazione d'azienda*, Giuffrè Editore, Milano, 2022, p. 173

preliminare dei complessi aziendali, al fine di verificare l'interesse e la convenienza a proseguire con il percorso economico-giuridico e a formalizzare l'iter, inizialmente, tramite la verifica della fattibilità e l'utilità del progetto, mentre il secondo intervento valutativo è diretto al perfezionamento dell'operazione.

Il valore economico può assumere configurazioni diverse a seconda del soggetto professionale che interviene nella valutazione del complesso aziendale<sup>30</sup>:

1. **Comune**: esprime il valore globale di un'azienda in attività a prescindere dalle ragioni e dalle opinioni valutative delle parti contraenti;
2. **Soggettivo**: questo valore si ottiene quando all'esperto viene fatta esplicita richiesta di esprimere il valore di una società target tenendo in considerazione anche le convenienze specifiche di uno dei contraenti;
3. **Generale**: esprime il valore di un'azienda vincolante per entrambi le parti contraenti.

La valutazione di un'azienda riguarda l'insieme dei beni e diritti di cui dispone una persona o un'entità economica, noto anche come patrimonio. Da una prospettiva economica, il valore di un'azienda è strettamente legato a quello degli elementi patrimoniali che essa utilizza per raggiungere specifici obiettivi economici. Il patrimonio, o attivo, rappresenta quindi l'intero potenziale (insieme dei beni) legato alla sostanza materiale di un'entità economica, che viene impiegato per perseguire gli scopi del soggetto. Per determinare il valore di un'azienda, è necessario calcolare il valore corrente dei beni che la compongono, valutando questi beni come elementi pronti all'uso e appartenenti a un'entità sociale autonoma. Una condizione essenziale affinché il patrimonio raggiunga il suo pieno valore economico è che la sua messa in funzione e il suo utilizzo generino reddito. Questa capacità di produrre reddito è fondamentale per la formazione del valore patrimoniale, ovvero degli elementi dell'attivo.<sup>31</sup>

Il valore complessivo di un'azienda è quindi dato dalla somma del valore di tutti i suoi beni, sia materiali che immateriali. Uno dei principali problemi nella valutazione di un'azienda è distinguere i fattori che influenzano la percezione del suo valore e

---

<sup>30</sup> Balducci D., *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, Aedi Edizioni, Milano, 2019, p. 64

<sup>31</sup> Viel J., Bredt O., Renard M., op. cit., 1973, pp. 10-11

quantificarli, attribuendo un peso adeguato ai beni che costituiscono l'impresa e agli utili che essa può generare, in base alla loro reale importanza nel contesto del valore totale dell'impresa.

### **1.5.1. Le fasi del processo valutativo**

Le principali fasi che caratterizzano il processo di valutazione d'azienda sono le seguenti<sup>32</sup>:

1. Formazione della base informativa
2. Analisi fondamentale
3. Individuazione e selezione delle metodologie di stima più idonee allo scopo del lavoro
4. L'apprezzamento dei principali fattori di rischio
5. Costruzione di una razionale sintesi valutativa<sup>33</sup>

Il primo passo da compiere per avviare un lavoro di valutazione aziendale è costruire una base informativa. Il valutatore deve reperire quante più informazioni possibili sull'azienda target come: l'oggetto sociale dell'impresa, il mercato e settore in cui opera, di quale tipologia di società si tratta, se è quotata in mercati regolamentari e quindi, nel caso, andare a reperire informazioni anche sulle imprese simili, ecc. La base informativa deve risultare sufficientemente completa ed obiettiva. Inoltre, il valutatore, per quanto gli è possibile, deve garantire la piena completezza della base informativa. Ne deriva, quindi, che quest'ultimo non dovrà accettare degli incarichi la cui remunerazione è incompatibile con i costi da sostenere per reperire informazioni. Nel formare la base informativa, è possibile che il valutatore si possa avvalere anche di analisi realizzate da altri specialisti. In questo specifico caso, l'esperto deve esercitare uno spirito critico al fine di attestare che secondo le sue conoscenze non vi possono sussistere delle ragioni per dubitare della credibilità e dell'affidabilità della base informativa utilizzata.

---

<sup>32</sup> Damodaran A., Roggi O., *Elementi di Finanza Aziendale e Risk Management: la gestione d'impresa tra valore e rischio*, Maggioli Editore, 2016, IV ed., pp. 284-289.

<sup>33</sup> [www.odcec.mi.it/docs/default-source/centro-studi/errori-valutazione---piv-panato-2022](http://www.odcec.mi.it/docs/default-source/centro-studi/errori-valutazione---piv-panato-2022).

Dopo aver definito la base informativa su cui si baserà tutto il lavoro di valutazione, il secondo step prevede la realizzazione dell'analisi fondamentale. Questa mira ad individuare gli input richiesti dai metodi di valutazione. Di solito si procede con: l'analisi degli elementi distintivi patrimoniali attivi e passivi; analisi del contesto di mercato; esame dei driver di valore e della loro evoluzione nel medio/lungo periodo; individuazione degli eventuali fattori di rischio e mitigazione dei loro possibili effetti. In questa fase, il valutatore analizza il piano aziendale predisposto dalla società target in cui si stimano i flussi di cassa realizzabili nel breve periodo (3-5 anni), fornendo una sua opinione, ed eventualmente fornendo degli spunti di integrazione, sulla adeguatezza del piano. Il giudizio deve tenere conto di alcuni aspetti come: le finalità per cui è stato redatto il piano industriale e se questo è stato approvato o meno dagli organi aziendali; l'esperienza dell'azienda in materia di gestione organizzativa programmata; le caratteristiche dell'attività svolta dall'azienda; la coerenza strategica del piano rispetto all'adeguatezza tecnica, operabilità, nonché rispetto alla sostenibilità; coerenza dei risultati medio-normali attesi e della loro sostenibilità nel tempo. La terza fase prevede la selezione della metodologia di stima, le quali verranno approfondite nel capitolo successivo. Ultima fase del processo valutativo riguarda la costruzione della sintesi valutativa, la quale deve essere tale da consentire ai destinatari di comprendere a pieno l'iter valutativo adottato e di comprendere le ragioni delle scelte compiute. La relazione di valutazione, quindi, deve attestare la diligenza professionale attuata dall'esperto attraverso la descrizione dettagliata delle modalità di svolgimento delle diverse fasi precedentemente descritte. A tal fine, la relazione finale deve riportare una serie di contenuti minimi come: tutti i dati e i criteri con cui si è costruita la base informativa; le analisi fondamentali svolte nella seconda fase; le metodiche scelte come metro di valutazione; i criteri di valutazione adottati per la scelta di ciascuna metodologia (specificando e motivando il perché sono stati scelti gli specifici criteri utilizzati a discapito di altri); scelte compiute riguardo alla fiscalità in relazione a ciascuna metodica valutativa; sviluppo e calcolo delle metodiche adottate; identificazione dei principali fattori di rischio che si possono verificare e le azioni di mitigazione da attuare nel caso di manifestazione.

### 1.5.2. L'influenza dello stato di vita di un'azienda sulla valutazione

Il processo e la validità dell'attività di valutazione di un'azienda risultano fortemente influenzati dallo stato di vita in cui si trova l'azienda target oggetto della valutazione.<sup>34</sup> I differenti stati di vita di un'impresa si caratterizzano in:

1. **Fase di Startup:** questa fase comprende tutte quelle aziende appena nate o in fase di crescita iniziale, con un modello di business in fase di sviluppo e che molto spesso non riescono a generare profitti positivi. Di conseguenza, le valutazioni si concentrano più sulle prospettive future che sui dati economici e finanziari storici. I metodi più efficienti ad esprimere il valore aziendale in questa fase sono rappresentati: dal metodo dei multipli, attraverso l'utilizzo di parametri simili a quelli di altre startup del settore di riferimento; metodo del *Discount Cash Flow*, anche se in questa fase di vita i flussi di cassa sono incerti; quindi, si tende a realizzare una proiezione basata su scenari ottimistici e pessimistici.
2. **Fase di crescita:** in questa fase, l'azienda ha tutte le caratteristiche tipiche di un'entità che sta perseguendo un'espansione. L'azienda ha già un suo prodotto/servizio consolidato, una base di clientela in crescita e inizia a generare dei flussi di cassa positivi. I metodi utilizzabili sono: metodo del Discount Cash Flow, poiché in questa fase diventa più affidabile in quanto l'azienda inizia ad avere una storia di dati finanziari, andando a stimare il valore attuale dei flussi di cassa futuri tenendo conto principalmente dei costi di crescita; metodo dei multipli, utilizzando moltiplicatori come l'EBITDA o i ricavi confrontandoli con imprese simili presenti sullo scenario economico.
3. **Fase di maturità:** in questa fase, l'azienda possiede una posizione consolidata nel suo mercato di riferimento, genera dei flussi di cassa stabili e profitti regolari. Tuttavia, questo non esclude la possibilità di una crescita, anche se più lenta rispetto alle fasi precedenti. Le scelte strategiche, i metodi di gestione e le caratteristiche strutturali restano perciò praticamente immutati. Anche gli aspetti patrimoniali, economici e finanziari della società rimangono stabili in questo stadio di vita, con la possibilità di iniziare a distribuire dividendi agli azionisti. I

---

<sup>34</sup> Corbella S., *Manuale di valutazione d'azienda: approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali*, McGraw Hill, 2020, pp. 4 e ss.

metodi di valutazione adottabili risultano essere: il metodo del Discount Cash Flow diventa, in questa fase, il metodo principale per valutare l'azienda, con stime più stabili date dalla storicità finanziaria; *Dividend Discount Model*, utile soprattutto per quelle aziende che pagano i dividendi, è possibile stimare il valore aziendale proprio tramite i flussi di dividendi futuri attesi.

4. **Fase di declino:** In questa fase, le aziende solitamente stanno sperimentando una riduzione delle vendite, della quota di mercato e redditività, spesso causate da una crescita imponente della concorrenza, di cambiamenti tecnologici o da uno spostamento della domanda da parte dei consumatori. Qualunque sia la causa, una crisi prolungata influisce pesantemente sulle decisioni strategiche e gestionali, oltre a compromettere le caratteristiche strutturali dell'azienda, portando a una notevole riduzione o addirittura alla distruzione del valore economico. Un valutatore esperto deve, quindi, raccogliere e analizzare attentamente le informazioni per determinare in quale fase della vita si trovi l'impresa *target*. In questa fase, i metodi di valutazione da attuare sono pressoché gli stessi descritti in precedenza per gli altri stati di vita di un'impresa.

## CAPITOLO II: LE METODOLOGIE APPLICATE NEL PROCESSO DI VALUTAZIONE D'AZIENDA

### 2.1. I Principi di valutazione italiani ed Internazionali

I principi di valutazione sono linee guida o regole stabilite per garantire l'affidabilità, l'uniformità e la trasparenza nelle valutazioni economiche e patrimoniali. Esistono diverse categorie di principi di valutazione, che variano in base al contesto nazionale (come in Italia) o internazionale. Questi si applicano tipicamente in ambiti come la contabilità, il bilancio, la valutazione d'azienda per operazioni straordinarie (fusioni, acquisizioni), il mercato immobiliare. In Italia, i principi di valutazione vengono determinati dall'OIV (Organismo Italiano Valutazione), fondazione indipendente e senza scopo di lucro fondata nel 2011, la quale si occupa principalmente di elaborare e divulgare i principi di valutazione utili per le perizie, analisi economiche, valutazioni d'aziende. Siccome, però, l'Organismo non costituisce un'associazione professionale, i principi da essi elaborati non possono essere imposti ma l'adozione può avvenire esclusivamente su base volontaria ed inoltre deve essere dichiarata nella relazione di valutazione. L'elemento principali di tali principi, è il c.d. Conceptual Framework, una rete composta da 23 principi cardini, i quali vanno a definire le caratteristiche del processo valutativo, la formazione del processo valutativo e le diverse metodologie valutative riconosciute.<sup>35</sup>

A livello internazionale, esistono diversi standard di valutazione con lo scopo di uniformare i processi contabili e valutativi delle imprese. Tra i più importanti troviamo gli IFRS, i quali sono degli standard contabili internazionali emessi dallo IASB, e sono obbligatori per le società quotate sul mercato regolamentato. Tali standard prevedono un sistema di valutazione basato su alcuni criteri specifici, quali:

1. **Fair value:** rappresenta uno dei principi cardini dell'IFRS, il quale esprime il prezzo al quale un'attività potrebbe essere scambiata tra parti consapevoli e disponibili, oppure una passività estinta;
2. **Impairment test:** si tratta di una verifica della perdita di valore di un'azienda utile ad accertare se il valore contabile di alcune attività risultano essere non superiori

---

<sup>35</sup>[https://www.odcecpisa.it/images/odcec/documenti/commissioni/Bilancio\\_Principi\\_Contabili\\_Collegio\\_sindacale\\_e\\_Revisione/I\\_PRINCIPI\\_ITALIANI\\_DI\\_VALUTAZIONE](https://www.odcecpisa.it/images/odcec/documenti/commissioni/Bilancio_Principi_Contabili_Collegio_sindacale_e_Revisione/I_PRINCIPI_ITALIANI_DI_VALUTAZIONE).

al loro valore recuperabile.

Un'altra tipologia di principi valutativi è rappresentata dagli IVS (International Valuation Standards) emessi dall'IVSC ed ampiamente utilizzati per la valutazione di attività immobiliari, finanziarie. Tra i principi principali si hanno:

1. **Market Value (Valore di Mercato)**: rappresenta il valore stimato per il quale un bene potrebbe essere scambiato tra un venditore ed un acquirente.
2. **Going Concern**: rappresenta un principio basato sull'ipotesi che l'azienda continuerà ad operare e generare redditi nel futuro prevedibile.

## 2.2. Le principali metodologie valutative

La valutazione aziendale può essere ottenuta tramite l'impiego di due metodi: metodi assoluti (o indiretti) e i metodi relativi (o diretti). I metodi assoluti si concentrano sulle caratteristiche intrinseche delle società oggetto di valutazione. Il loro impiego presuppone una massiccia raccolta di informazioni sia patrimoniali/economiche che non strettamente economici, sulla base della quale si va poi a calcolare il valore aziendale della società. Rientrano all'interno della categoria dei metodi assoluti: il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo misto patrimoniale-reddituale e il metodo finanziario. I metodi relativi, al contrario di quelli assoluti, si differenziano nettamente in quanto la valutazione non avviene esclusivamente tenendo conto delle informazioni societarie, ma prevede l'impiego di indici confrontabili con imprese simili presenti sul mercato regolamentato, c.d. *comparables*. Oltre a questi due metodi tradizionali, negli ultimi si sono sviluppati due ulteriori metodi valutativi con lo scopo di andare a semplificare il processo valutativo sfruttando sempre di più la mole di dati disponibili. Si tratta del metodo basato sul *target price* e sui prezzi di Borsa.

Nell'attività di valutazione d'azienda, solitamente vengono sempre utilizzate più di una metodologia. Questo viene fatto poiché tramite l'utilizzo di due o più metodologie differenti tra di loro, si ottiene un risultato più forte e convincente. Se ad esempio, per la valutazione di una azienda specifica vengono impiegati sia un metodo assoluto sia il

metodo dei multipli, la valutazione può essere considerata completa ed accurata se i due valori calcolati rientrano all'interno di un intervallo non significativo. Se invece i due valori risultanti dall'applicazione dei due metodi discostano di tanto, in questo caso c'è bisogno di integrare il lavoro con ulteriori considerazioni.

### **2.2.1. Il metodo patrimoniale semplice e complesso**

Il metodo patrimoniale si basa sul principio secondo cui il valore di un'azienda è determinato dal suo patrimonio, in particolare dal patrimonio netto rettificato. Questo metodo parte dal capitale netto contabile riportato nel bilancio, che viene poi rettificato per aggiornare le singole voci ai valori di mercato correnti. Per la dottrina italiana, il metodo patrimoniale rappresenta un utile strumento nella valutazione delle aziende, nonostante presenti dei limiti di non poco conto. In primo luogo, i dati che il valutatore ha a disposizione, sono dati che derivano da valori iscritti in bilancio, i quali raramente rappresentano le quantità più idonee per rappresentare in modo corretto il valore del capitale dell'azienda. Inoltre, un 'importante limite di tale metodo è che siccome l'analisi si fonda essenzialmente sui dati storici dell'azienda, tale limite non permette di avere una visione prospettica dell'azienda nel futuro. Queste ed altre limitazioni hanno fatto sì, che nella pratica professionale, tale metodologia fosse ritenuta dagli esperti più come uno step di passaggio che non come un vero e proprio strumento valutativo aziendale dotato di una propria autonomia<sup>36</sup>.

A seconda della diversa riclassifica delle voci patrimoniali di bilancio, si distinguono due metodi applicativi. Tali voci possono essere contabilizzate, le quali includono tutti gli asset materiali e una parte di quelli immateriali; voci non contabilizzate, riguardano asset immateriali che non vengono contabilizzati all'interno degli schemi di bilancio ma che posseggono un proprio valore di mercato. Descritte le due diverse riclassifiche, a seconda se l'analisi si fonda su una o sull'altra, si distinguono due metodi patrimoniali:

---

<sup>36</sup> Pozzoli S., *Valutazione d'azienda: metodi di valutazione, principi italiani dell'OIV, relazione di stima, approfondimenti e casi particolari*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2021, p. 92.

l'applicazione che si fonda sulle voci contabilizzate è detto metodo patrimoniale semplice, il si basa essenzialmente sulla rettifica dei valori iscritti a bilancio; se l'applicazione si basa anche sulle voci non contabilizzate, allora si parla di metodo patrimoniale complesso. Nell'applicazione di tale metodo rientrano anche quegli asset immateriali che non vengono riportati in bilancio, ma che hanno un proprio valore di mercato, come ad esempio l'avviamento.

Il metodo patrimoniale semplice può essere calcolato come segue:

$$W = PN + (Rt - I) = K$$

Dove le componenti della formula rappresentano:

1. W: il valore dell'azienda
2. PN: patrimonio netto
3. Rt: rettifiche delle voci di patrimonio netto
4. I: incidenza fiscale sulle voci rettificate
5. K: valore del patrimonio rettificato<sup>37</sup>

Attraverso l'applicazione della formula appena descritta è possibile ottenere il valore aziendale. Tale metodologia risulta essere nella pratica fortemente diffusa e applicata data la sua semplicità di calcolo del valore, il quale si ottiene mediante la corretta esecuzione di quattro fasi: dal patrimonio netto contabile, vengono identificati tutte le poste di bilancio attive e passive, alle quali si applica una revisione contabile utile all'identificazione e poi successiva applicazione delle rettifiche da effettuare alle varie poste di bilancio andando ad eliminare tutta quella serie di metodi valutativi che incidono sui valori di bilancio. Ottenuti i valori "puliti", si procede con il calcolo del valore economico applicando la formula sopra esposta.

L'altra applicazione del metodo patrimoniale, quella complessa, come descritto in precedenza, considera nell'analisi anche quei valori immateriali che non vengono riportati in bilancio ma che risultano utili al calcolo del valore economico dell'impresa, poiché tali asset risultano essere fondamentali nella crescita e sopravvivenza di una azienda nel

---

<sup>37</sup> Salsa R., Salvi A., op. cit., Giuffrè, Milano, 2022.

tempo.

Il metodo patrimoniale complesso può essere così ottenuto:

$$W = PN + (Rt - I) + (B - I)^{38}$$

dove la prima parte della formula rimane invariata mentre l'unica aggiunta che si ha è rappresentata dalla B= valore dei beni intangibili.

La differenza principale tra il metodo semplice e quello complesso deriva dal fatto che solo quest'ultimo considera gli asset intangibili. Di conseguenza, mentre il primo metodo risulta fortemente apprezzato per la sua facilità d'uso, esso non tiene conto della capacità dell'impresa di generare valore nel futuro, tramite la produzione di flussi di cassa positivi, aspetto che invece il metodo patrimoniale complesso include nella sua analisi. I beni immateriali, come l'avviamento, sono in grado di riflettere la potenziale capacità reddituale futura dell'impresa. Di conseguenza, risulta molto importante andare a valutare codesti beni, valutabili attraverso i seguenti metodi:

1. Metodi basati sul costo
2. Metodi basati sui risultati differenziali
3. Metodi empirici

Più in specifico si può dire che i metodi basati sui costi risultano maggiormente preferibili se si tratta di asset immateriali “giovani”, ossia che ancora debbano rivelare il proprio potenziale economico. In questi casi, la valutazione potrebbe risultare più oggettiva e prudente ma si potrebbe allo stesso tempo, avere il rischio di non esprimere correttamente la capacità di creare o distruggere valore dell'asset in questione. Tale metodo viene utilizzato maggiormente nella valutazione di brevetti e spese di R&S. Il metodo basato sui risultati differenziali risulta essere il più diffuso nella prassi professionale e ritenuto il più completo e razionale dalla dottrina. Questo manifesta compiutamente i benefici della risorsa intangibile esprimendo la riduzione dei costi o l'incremento dei ricavi generato quale manifestazione economico-finanziaria del vantaggio competitivo detenuto dal proprietario, in questo caso dalla società. Viene utilizzato maggiormente nella valutazione

---

<sup>38</sup> Salsa R., Salvi A., op. cit., Giuffrè, Milano, 2022.

del valore dei marchi. Infine, tra le metodologie empiriche, bisogna fare una corretta distinzione tra quelle basate sui multipli o moltiplicatori e la regola del “pollice”. Quanto alla prima, come verrà analizzato nei prossimi paragrafi, per l’applicazione del metodo dei multipli è essenziale la disponibilità di *database* con dati certi di società comparabili e di transazioni comparabili alla società oggetto di valutazione.<sup>39</sup>

Un altro aspetto di particolare rilevanza su cui è bene soffermarsi, riguarda l’impatto fiscale. Nel processo di rivalutazione degli asset da contabili a valori di mercato, è probabile che possa emergere una plusvalenza (o nell’ipotesi opposta una minusvalenza) alla quale deve essere posta a tassazione. È importante sottolineare come le imposte relative a plusvalenze o minusvalenze sono potenziali; perciò, la prassi professionale raccomanda di applicare una tassazione ridotta rispetto a quella corrente. A tal riguardo, esistono due approcci per determinare tale aliquota: il primo, di tipo empirico, si basa su linee guida professionali; il secondo, di natura matematica, prevede il calcolo dell’aliquota attraverso un processo di ‘attualizzazione:

$$AR = AF(1 + i)^{-n}$$

Dove le componenti della formula rappresentano rispettivamente:

1. AR: aliquota ridotta
2. AF: aliquota fiscale corrente
3. “i”: tasso d’interesse o anche detto tasso di attualizzazione
4. “n”: intervallo temporale in cui viene applicata la tassazione<sup>40</sup>.

Con quanto appena descritto, si può affermare che il metodo patrimoniale, soprattutto nelle fasi che lo caratterizzano, risulta di fatto ancora rilevante e utile per la valutazione aziendale se non come metodo autonomo, sicuramente come supporto informativo per la base su cui poi costruire altri metodi.

---

<sup>39</sup> Pozzoli S., op.cit., Wolterrs Kluwer Italia, Milano, 2021, pp. 98-121.

<sup>40</sup> Salsa R., Salvi A., op. cit., Giuffrè, Milano, 2022

### 2.2.2 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale di basa sul principio secondo cui il valore di un'azienda è dato dalla sommatoria dei flussi futuri di reddito che l'azienda è in grado di generare, attualizzati ad un tasso di sconto, il quale esprime il rischio ed il costo che gli investitori si sono assunti nell'investire capitali. In sostanza, l'azienda possiede un valore solo se risulta essere in grado di generare dei flussi di cassa positivi nel futuro. Uno dei principali vantaggi che caratterizzano tale metodologia è sicuramente quello di saper rappresentare in modo veritiero ed adeguato la situazione aziendale. Di contro, vi è un'importante limitazione che ne limita la sua applicazione nel campo professionale, ossia il rischio di introdurre degli elementi di soggettività nella stima dei flussi di reddito futuri nel momento in cui si procede con la fase dell'attualizzazione. Il metodo reddituale viene applicato mediante l'esecuzione in successione delle seguenti fasi:

1. Definizione dell'orizzonte temporale
2. Stima delle fonti di reddito regolari attese
3. Determinazione del tasso di sconto

Il lavoro del valutatore inizia con l'individuazione dell'intervallo temporale a cui deve essere applicata l'analisi, tenendo in considerazione tutte le possibili variabili che possono incidere; la seconda fase prevede che il valutatore vada a quantificare i flussi di reddito "*normali attesi*", i quali devono essere deturpati di componenti straordinarie e di eventuali metodi di classificazione utilizzati per definire le voci patrimoniali ed economiche. In sostanza si tratta di rettificare le singole poste di bilancio al fine di ottenere un risultato economico significativo e stabile nel tempo. A questo passaggio, ne segue un altro che prevede un processo di integrazione delle componenti economiche ai valori di bilancio che incidono maggiormente sulla capacità reddituale dell'azienda. Il processo si conclude con la determinazione del tasso di attualizzazione basandosi sulle stesse ipotesi formulate per la rettifica dei flussi di reddito.

La valutazione dell'azienda avviene utilizzando la formula della rendita perpetua:

$$W=R/I$$

dove:

1. W: capitale economico
2. R: reddito medio normale atteso
3. “i”: tasso di attualizzazione<sup>41</sup>

Tramite l'utilizzo della formula della rendita perpetua, il valore di un'impresa è dato dall'attualizzazione, tramite l'uso di un tasso di sconto che rappresenti la redditività del capitale investito, del valore del reddito normale atteso.<sup>42</sup>

L'applicazione di tale metodologia si fonda su due ipotesi semplificative: a) l'utilizzo di un reddito medio normale come base per il calcolo; b) considerare che tale reddito si mantenga indefinitamente nel tempo.

Il reddito indicato nella prima ipotesi rappresenta la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa positivi nel tempo in cui avviene la valutazione e che si prevedono possano essere mantenuti costanti almeno nel breve periodo. Questa stima tiene conto dei risultati passati, a condizione che siano indicativi anche dei futuri andamenti economici. I dati storici devono essere analizzati nel contesto esterno, ambientale e di mercato in cui l'attività è stata svolta, tenendo presente le decisioni prese durante il periodo di riferimento, per comprendere l'impatto delle condizioni esterne e delle scelte effettuate sulle principali variabili aziendali. Questo reddito medio normale deve necessariamente includere un'analisi prospettica, estesa ai prossimi 3-5 esercizi, supportata da budget e piani aziendali. Le conclusioni di queste analisi saranno tanto più affidabili quanto più costanti risultano i flussi di reddito, sia storici che futuri.<sup>43</sup>

Nel tempo, la prassi professionale ha individuato una formula alternativa per poter calcolare il valore del metodo reddituale:

---

<sup>41</sup> Salsa R., Salvi A., op. cit., Giuffrè, Milano, 2022

<sup>42</sup> Potito L., op. cit., 2020, Giappichelli, Torino, 2020, p. 7

<sup>43</sup> Potito L., op. cit., 2020, Giappichelli, Torino, 2020, pp. 8-9

$$W = \frac{R(1+g)}{i-g} \quad 44$$

Dove le componenti della formula indicano rispettivamente:

1. R: reddito dell'ultimo esercizio di bilancio
2. G: fattore di crescita, ossia indica una stima del tasso di crescita dell'azienda nel prossimo futuro.

L'applicazione di questa formula va ad individuare due sezioni: sopra abbiamo il numerato, il quale esprime la capacità dell'impresa, maggiorata della variazione attesa per un anno, di generare il reddito dell'ultimo esercizio di bilancio; sotto, invece, abbiamo il denominatore, il quale il tasso di crescita dei flussi di cassa futuri che l'impresa sarà in grado di generare tenendo in considerazione la riduzione del tasso di attualizzazione, il quale riflette il rendimento atteso che si aspettano gli investitori che hanno investito capitale in aziende simili a quella target.

Esistono tre diversi tassi di attualizzazione utilizzabili per il calcolo del valore:

1. Criterio del tasso-opportunità;
2. Criterio del costo dei capitali;
3. Criterio del rendimento soddisfacente.<sup>45</sup>

Il criterio del tasso-opportunità si basa sull'individuazione di un tasso di sconto che sia uguale al rendimento che ottengono gli investitori se scelgono di effettuare degli investimenti alternativi con il medesimo grado di rischio. In sostanza, si assume il punto di vista di un investitore che, disponendo di risorse limitate, considera vantaggioso un determinato tasso di rendimento fino a quando non individua un'opportunità più redditizia con un rischio equivalente. Pertanto, questo principio richiede di equilibrare i rendimenti in relazione al rischio:

---

<sup>44</sup> Salsa R., Salvi A., op. cit., Giuffrè, Milano, 2022

<sup>45</sup> Guatri L., op. cit., Giuffrè Editore, Milano, 1984, p. 86.

$$i = r + s^{46}$$

dove le componenti della formula rappresentano:

1. I: saggio unitario di capitalizzazione
2. R: costante rappresentativa del saggio di remunerazione degli investimenti privi di rischio
3. S: indice quantitativo dell'intensità del rischio di una specifica impresa.

Se, quindi, esistono degli investimenti con livelli di rischio diversi, risulta essenziale che tale rischio venga misurato e tradotto in un incremento del tasso rispetto a un investimento con rischio nullo o basso. Il secondo principio richiede di adottare la prospettiva dell'azienda che utilizza i capitali, per cui il tasso rappresenta il costo previsto dei finanziamenti per l'impresa in questione. Il terzo principio, relativo al rendimento soddisfacente, si basa sull'idea che il tasso deve corrispondere al grado di remunerazione minima sufficiente per l'investitore, tenendo conto del rischio dell'investimento rispetto ad altre opzioni disponibili. Questo metodo, simile al criterio del tasso-opportunità, assume un tasso equivalente a quello che potrebbe essere offerto da investimenti alternativi con lo stesso livello di rischio.<sup>47</sup>

Il tasso di capitalizzazione è composto da due elementi: il tasso di rendimento del capitale investito in strumenti privi di rischio,  $rf$ , e il premio per il rischio di mercato,  $mrp$ . Il tasso privo di rischio è il premio che spetta all'investitore che rinuncia al consumo immediato della propria ricchezza decidendo di risparmiare investendo in attività prive di rischio. Con riferimento al mercato dei capitali, un tasso privo di rischio è il rendimento disponibile riferito ad un titolo che il mercato considera libero dal rischio di *default*, tipicamente un titolo di Stato. Il premio per il rischio di mercato,  $mrp$ , è la remunerazione aggiuntiva richiesta dagli investitori per transitare dall'investimento *risk free* ad un investimento più rischioso, quali sono i titoli azionari:

---

<sup>46</sup> Guatri L., op. cit., Giuffrè Editore, Milano, 1984, p. 86.

<sup>47</sup> Guatri L., op. cit., Giuffrè Editore, Milano, 1984, pp. 94-96

$$mrp = r_m - r_f$$

Uno dei modelli più utilizzati e riconosciuti per determinare il costo del capitale è il modello CAPM, ovvero Capital Asset Pricing Model:

$$R_e = r_f + [\beta * (r_m - r_f)]$$

La componente del premio per il rischio di mercato (mrp) di un singolo titolo viene quindi modificata dal coefficiente  $\beta$ , che misura il rischio sistematico del settore o del mercato che non può essere diversificato. Secondo le ipotesi del modello, l'investitore può eliminare, attraverso la diversificazione, solo il rischio specifico associato a ciascuna impresa. Il rischio residuo, che non può essere ridotto, è il rischio sistematico o di mercato che influisce su tutti gli investimenti, poiché è causato da fattori macroeconomici del Paese in cui opera l'azienda.<sup>48</sup>

### **2.2.3. Il metodo misto reddituale-patrimoniale**

Tale metodo prevede, per la parte patrimoniale, l'individuazione del patrimonio netto rettificato e la conseguente espressione dei valori patrimoniali in termini attuali. La componente reddituale viene invece rappresentata come "sovra-reddito". Questo metodo si basa sul "principio della composizione", il che significa che il valore attuale stimato per ciascun elemento patrimoniale deve riflettere il contributo alla generazione del reddito aziendale. Infatti, tale metodo si basa proprio sull'analisi sia delle voci di bilancio tangibili che quelle intangibili. Nella prassi, si è solito utilizzare tale metodo per i seguenti scopi:

1. Revisione delle valutazioni realizzate con l'approccio patrimoniale
2. Aggiornamento del valore degli asset ammortizzabili nelle imprese industriali
3. Stima del valore di società in passivo.

Per quanto riguarda il primo, tale metodologia viene messa in pratica in sede di

---

<sup>48</sup> Potito L., op. cit., Giappichelli, Torino, 2020, p. 9

valutazione dell'azienda target, momento in cui l'esperto procede ad una verifica delle stime patrimoniale attraverso la stima di un reddito normale atteso. La seconda applicazione, invece, ha inizio con la determinazione del costo di sostituzione netto del costo di deterioramento. Di seguito, il valutatore deve stimare se l'azienda sarà in grado, tramite la sua capacità di generare flussi di cassa positivi, di sostenere ammortamenti maggiori dati dalla conseguente rivalutazione dell'asset. Il metodo applicativo maggiormente diffuso nella pratica professionale risulta essere quello fondato sull'avviamento, calcolabile mediante la seguente equazione:

$$W = K + a_n \cdot \frac{R - i'' K}{i'}$$

dove:

1. W: valore dell'azienda
2. K: capitale netto rettificato
3. R: reddito medio normale atteso
4. i': tasso di attualizzazione
5. i'': costo del capitale
6. n: numero di anni dell'orizzonte temporale prefissato<sup>49</sup>

### 2.3. I metodi finanziari: focus sul *Discount Cash Flow*

I metodi finanziari si basano sul principio per cui il valore dell'azienda dipende dalla sua capacità di generare flussi finanziari futuri e stima il valore attraverso un processo di attualizzazione dei flussi futuri attesi. In teoria il suddetto metodo può realizzarsi mediante un approccio analitico, nel quale la previsione dei flussi è ottenuta nei periodi che compongono un orizzonte temporale pari alla vita aziendale; oppure può realizzarsi mediante un approccio sintetico che ipotizza la costanza in un orizzonte indeterminato della produzione di flussi finanziari aziendali. Tra i due approcci, nella prassi professionale viene maggiormente utilizzato un approccio intermedio, che consiste nell'applicare il metodo analitico e prevedere un *Terminal Value* aziendale. In sostanza si procede alla stima analitica dei flussi di cassa per un breve periodo, di solito 3/5 anni,

---

<sup>49</sup> Guatri L., op. cit., Giuffrè Editore, Milano, 1984.

e poi si realizza una stima sintetica per il restante periodo indeterminato. Così che, il valore aziendale è dato dalla sommatoria tra i flussi di cassa attualizzati e il TV attualizzato, ridotti o meno dell'indebitamento finanziario dell'azienda, a seconda poi se ci si orienta verso l'approccio *equity side* o *asset side*. Il principale vantaggio di tale metodo è che riesce a valorizzare l'attività operativa dell'impresa con separata evidenza degli effetti sul valore della sua struttura finanziaria.

Il *Discounted Cash Flow Method* si fonda sulla stima dei flussi di cassa generati dal capitale aziendale nel medio/lungo periodo, sui quali tramite un processo di attualizzazione, utilizzando un opportuno tasso di sconto, si calcola la stima del valore aziendale. Nel fare ciò, l'aspetto che rende complicato il calcolo del valore sta nel fatto che la determinazione dei flussi monetari futuri, in relazione al fatto che le previsioni per il futuro risultano essere per la maggior parte dei casi incerte ed errate. Da ciò si può desumere che, l'utilizzo di tale metodologia risulta maggiormente applicabile nel caso in cui la stima dei flussi di cassa futuri risulti particolarmente non complicata ed esaustiva, mentre è fortemente sconsigliato nel caso opposto, in quanto il risultato ottenuto sarà fortemente influenzato dalle stime errate condotte

Il Value of Business si può calcolare applicando la seguente formula:

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(\text{CF}_t)}{(1+r)^t}$$

dove le componenti della formula rappresentano rispettivamente:

1.  $E(\text{CF}_t)$ : flusso di cassa atteso
2.  $R$ : tasso di sconto
3.  $T$ : orizzonte temporale, in questo caso infinito.

Siccome, però, risulta impossibile stimare flussi di cassa all'infinito, nella pratica professionale, viene stabilito un orizzonte temporale definito, che solitamente va dai 3 ai 5 anni, di cui vengono calcolati e attualizzati i flussi di cassa, mentre per la stima dei

flussi di cassa oltre l'intervallo di tempo stabilito, viene calcolato il *terminal value*.<sup>50</sup>, stabilendo che i flussi di cassa crescano all'infinito ad un tasso costante  $g$ , trasformando così la formula, precedentemente illustrata, in:

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} + \frac{E(CF_{N+1})}{(r-g_n)(1+r)^N}$$

Esistono due diversi approcci nell'applicazione del *Dividend Discount Flow*:

1. *asset side (Unlevered method)*: approccio in cui si calcola il valore del capitale investito da cui poi si detrae la PFN (Posizione Finanziaria Netta)
2. *equity side (Levered Method)*: approccio in cui si calcola il valore del capitale netto.

### 2.3.1. L'approccio *Equity Side* del DCF: il *Dividend Discount Method*

L'analisi dell'approccio *equity side* del DCF si basa essenzialmente sul c.d. "*free cash flow to equity*" (FCFE)<sup>51</sup>. Il calcolo del valore azienda con l'utilizzo di questo approccio avviene attraverso un procedimento di attualizzazione, individuando uno specifico tasso di sconto, dei flussi di cassa positivi che la società è in grado di generare negli anni futuri e si presuppone li distribuisca agli azionisti sotto forma di dividendi. il calcolo del FCFE prevede che all'utile netto, ricavato dai dati di bilancio, si vadano dapprima a sommare tutti i costi non monetari, come ad esempio gli ammortamenti, per poi sottrarre sia le spese in conto capitale sia il delta derivante dalla variazione del CCN (Capitale Circolante Netto)<sup>52</sup>. Una volta ottenuto valore del *free cash flow to equity*, il valore aziendale per i suoi azionisti potrà essere così calcolato:

<sup>50</sup> Potito L., op. cit., Giappichelli, Torino, 2020.

<sup>51</sup> Potito L., op. cit., Giappichelli, Torino, 2020

<sup>52</sup> Damodaran A., *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Now Publisher, 2005, Vol. 1.

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFE}_t}{(1 + r_e)^t} + \frac{\text{Terminal Value}_T}{(1 + r_e)^T} \quad 53$$

dove, rispetto a quella descritta precedentemente, i FCFE al tempo  $t$ , risultano essere i flussi di cassa a disposizione degli azionisti nei vari periodi  $t$ . Oltre a calcolare correttamente il FCFE, è importante determinare accuratamente il tasso di sconto. Questo solitamente varia a seconda del diverso approccio che si intende utilizzare. In questo caso, il tasso di sconto ( $r_e$ ) indica il rendimento minimo che gli investitori si aspettano di ottenere quando decidono di finanziare progetti con un grado di rischio comparabile. Il metodo più diffuso per giungere al calcolo di questo tasso risulta essere quello *del Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, del quale si è già trattato nei paragrafi precedenti. Considerando i rischi associati all'investimento e il valore del denaro nel tempo, è possibile calcolare il costo del capitale proprio nel seguente modo:

$$r_e = K_E = R_f + \beta_u(R_m - R_f) \quad 54$$

Dove le componenti della formula rappresentano rispettivamente:

1.  $R_f$ : tasso risk free, cioè il rendimento di attività o titoli privi di rischio
2.  $(R_m - R_f)$ : Market Risk Premium, ovvero il premio per il rischio richiesto dall'investitore per investire in titoli diversi da quelli privi di rischio
3.  $B_u$  (*Beta Unlevered*): indica la sensibilità dei titoli aziendali in relazione ai titoli presenti sul mercato in termini di rendimento atteso.

Un altro approccio di valutazione *equity side* particolarmente significativo è il *Dividend Discount Model (DDM)*. Questo metodo calcola il valore di un titolo attualizzando i flussi di dividendi previsti dagli investitori che hanno fornito capitale proprio all'azienda. Il DDM si basa sull'idea che un investitore si aspetta due principali forme di guadagno quando acquista un'azione: i dividendi futuri distribuiti dall'azienda e il possibile prezzo a cui potrà rivendere le proprie azioni ad altri investitori. La determinazione del prezzo azionario può essere calcolata con la seguente formula:

---

<sup>53</sup> Potito L., op. cit., Giappichelli, Torino, 2020.

<sup>54</sup> Potito L., op. cit., Giappichelli, Torino, 2020.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1+r_e)^t} + \frac{P_n}{(1+r_e)^n} \quad 55$$

dove le componenti della formula indicano rispettivamente:

1.  $P_0$ : prezzo dell'azione al tempo 0
2.  $Div_t$ : dividendi attesi al tempo stabilito  $t$
3.  $Re$ : costo del capitale impiegato come tasso di attualizzazione
4.  $P_n$ : prezzo con il quale l'investitore spera di poter rivendere le azioni.

L'utilizzo di questa formula permette all'investitore di calcolare il possibile prezzo di vendita delle proprie azioni in un determinato momento temporale. Ma ipotizzare il momento in cui un investitore vorrà vendere le proprie azioni su un mercato regolamentato risulta molto complicato stabilirlo. Per ovviare a tale limitazione, dal punto di vista prettamente teorico, nel calcolare il valore del *Dividend Discount Model* si ipotizza che l'azionista decida di detenere le proprie azioni all'infinito e quindi senza calcolare uno specifico orizzonte temporale. Nella realtà, invece, per poter applicare la formula concretamente sono stati teorizzati numerosi sotto modelli, tra cui uno dei più importanti è il modello della crescita costante dei dividendi o anche detto *Gordon Growth Model*<sup>56</sup> la cui formula di riferimento è:

$$P_0 = \frac{Div_1}{r_e - g} \quad 57$$

Dove le componenti della formula rappresentano rispettivamente:

1.  $Div_1$ : dividendo atteso dall'investitore nell'esercizio successivo
2.  $Re$ : costo del capitale di rischio
3.  $g$ : tasso di crescita costante del dividendo.

---

<sup>55</sup> Guatri L, Bini M., op. cit., Egea, Milano, 2005.

<sup>56</sup> Gordon M. J., *The Savings Investment and Valuation of a Corporation*, The Review of Economics and Statistics, 1962.

<sup>57</sup> Guatri L, Bini M., op. cit., Egea, Milano, 2005.

In teoria il metodo del Dividend Discount Model risulta essere uno degli strumenti più efficaci per calcolare il valore delle azioni. Tuttavia, però, nella pratica presenta diverse limitazioni, di cui una delle più importanti è che prevedere i flussi di dividendi oltre un periodo di 3-5 anni risulta essere difficilmente realizzabile. Per ovviare a tale limitazione, è necessario considerare le previsioni aziendali (che spesso non sono disponibili per periodi estesi), stimare gli utili, il tasso di distribuzione di questi utili e il numero di azioni in circolazione negli anni futuri. Inoltre, la gestione aziendale potrebbe decidere di riacquistare azioni proprie, rendendo estremamente difficile prevedere in anticipo utili e dividendi.

### 2.3.2. L'approccio *Asset Side* del DCF

Nell'analizzare l'approccio *Asset Side* del *Discount Cash Flow*, risulta fondamentale porre attenzione sul calcolo del *Free Cash Flow to firm* (FCFF), il quale rappresenta non soltanto il flusso di redditi futuri disponibili per i soli azionisti, ma che considera l'impresa nella sua totalità, includendo tutti gli stakeholder. Per giungere al valore finale del FCFF si parte dal valore dell'EBIT, ricavandolo dal conto economico, a cui, così come è avvenuto in precedenza per il calcolo del FCFE, si aggiungono i costi non monetari e si sottraggono le spese in conto capitale e il delta derivante dalla variazione del capitale circolante netto non monetario<sup>58</sup>.

Ottenuto il valore del FCFF, è possibile calcolare il valore dell'impresa, attraverso un processo di attualizzazione, impiegando il costo medio ponderato del capitale. Il tasso di attualizzazione impiegato nell'approccio *Asset Side* è il c.d. WACC (*Weighted Average Cost of capital*), il quale si ottiene dall'applicazione della seguente formula:

$$WACC = (k_e \times w_e) + (k_d \times w_d) \quad 59$$

Dove le componenti della formula risultano essere:

---

<sup>58</sup> Damodaran A., op. cit., Now Publisher, 2005, Vol. 1, pp. 25-33.

<sup>59</sup> <https://www.headvisor.it/wacc-weighted-average-cost-of-capital>.

1.  $K_e$ : costo del capitale
2.  $W_e$ : valore percentuale che il capitale proprio ha sulla struttura finanziaria della società
3.  $K_d$ : costo del capitale di debito
4.  $W_d$ : valore percentuale che il capitale di debito ha sulla struttura finanziaria della società

Calcolate tutte le componenti necessarie, il valore dell'azienda secondo l'approccio *Asset Side* può essere quindi calcolato tramite la seguente formula:

$$\text{Value of Business} = \sum_{t=1}^T \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{Terminal Value}_T}{(1 + \text{WACC})^T} \quad 60$$

dove *FCFF* rappresenta il *free cash flow to firm*, il WACC è il tasso di sconto e il TV (*Terminal Value*) rappresenta il valore terminale dell'azienda oggetto di valutazione al tempo  $t$ .

Per completare la descrizione del modello basato sul FCFF, è importante spiegare come viene calcolato il terminal value (TV). La determinazione del TV consiste nell'attualizzazione di una rendita perpetua, stimata pari al flusso finanziario che si suppone l'azienda sia costantemente in grado di generare nell'orizzonte temporale adottato. Questa determinazione si basa sull'assunzione di costanza nel tempo della proiezione di capacità aziendale di produrre flussi finanziari, c.d. ipotesi *steady state*. In tale ipotesi, il valore del FCFO può coincidere con l'ultimo flusso determinato analiticamente e il WACC può coincidere con quello dell'ultima proiezione esplicitata. La formula applicabile quando si ipotizzano flussi di cassa costanti è la seguente:

$$V_{T_T} = \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{\text{WACC}} \quad 61$$

Tuttavia, tale semplificazione può rappresentare un limite in caso di ridotta inflazione.

---

<sup>60</sup> Guatri L, Bini M., op. cit., Egea, Milano, 2005.

<sup>61</sup> Guatri L, Bini M., op. cit., Egea, Milano, 2005.

per ovviare a tale limitazione, è necessario ipotizzare un tasso di crescita  $g$  che produca l'effetto di incrementare il valore:

$$VT_T = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g}$$

62

#### **2.4. La valutazione relativa: il metodo dei moltiplicatori di borsa**

I moltiplicatori di borsa e le transazioni comparabili sono due approcci di valutazione aziendale che hanno guadagnato crescente popolarità tra gli operatori finanziari e le banche d'investimento, al punto da non essere più considerati semplicemente come “metodi di controllo” rispetto alle valutazioni realizzate con tecniche principali. Entrambi i metodi si basano su un concetto molto semplice: affidare in gran parte al mercato la determinazione del valore di un'azienda, utilizzando un criterio prevalentemente analogico. Nel caso dei moltiplicatori di borsa, il valore di un'azienda viene stimato confrontando le quotazioni di borsa di un campione di società quotate simili; mentre, nel caso delle transazioni comparabili, il riferimento sono i prezzi negoziati per pacchetti azionari di controllo o significativi di società affini. In entrambi i casi, il fattore determinante è l'interazione tra domanda e offerta, che porta alla formazione di un prezzo relativo a una parte del capitale azionario. La premessa fondamentale è che il valore di un'impresa sia proporzionalmente legato all'andamento di una variabile economica scelta come parametro di performance.<sup>63</sup> La valutazione relativa ha l'obiettivo di determinare il valore di un asset basandosi sui prezzi di asset simili presenti sul mercato, piuttosto che sulle caratteristiche specifiche attuali o future dell'asset in esame, se considerato isolatamente. Pertanto, il valore di un'azione, o più in generale di un'impresa, viene stimato facendo riferimento al prezzo/valore di mercato di azioni o imprese con caratteristiche simili a quelle dell'oggetto di valutazione.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> Guatri L, Bini M., op. cit., Egea, Milano, 2005.

<sup>63</sup> Pozzoli S., op. cit., Wolters Kluwer Italia, Milano, 2021, p. 204.

<sup>64</sup> Potito L., op. cit., Giappichelli, Torino, 2020, p. 36.

I multipli di mercato possono assumere due aspetti:

1. Multipli di capitale (*equity side*): giungono ad una quantificazione del valore dell'impresa in via diretta
2. Multipli del valore complessivo dell'impresa (*asset side*): giungono al valore dell'impresa per via indiretta, tramite la somma del valore di mercato dell'impresa, da cui viene sottratto il valore dell'indebitamento netto.

I primi vengono anche definiti *levered* in quanto risentono della struttura finanziaria della società. Perciò, qualora si intendesse utilizzare tale approccio, appare opportuno che si utilizzino dei multipli di aziende con strutture finanziarie simili all'azienda oggetto di valutazione. I secondi, invece, vengono definiti *unlevered* in quanto il valore della società è dato dalla sottrazione dell'indebitamento netto al valore del capitale operativo della società.

Possiamo dunque affermare che, mentre il metodo DCF, si focalizza sull'analizzare il valore intrinseco di un'impresa, la valutazione comparativa impiega i prezzi che il mercato regolamentato attribuisce ad aziende simili, per fornire una valutazione corretta. Da ciò ne deriva che, se il mercato valuta adeguatamente le aziende presenti su di esso, allora i risultati ottenuti dall'applicazione del metodo DCF e quelli ottenuti dall'applicazione del metodo dei moltiplicatori di borsa, dovranno convergere verso un valore al quanto simile.<sup>65</sup> Per di più, il valore di un'impresa viene determinato in maniera più oggettiva rispetto al DCF Method, il quale si basa su numerose ipotesi dall'esito incerto. Ma, soprattutto nel nostro paese, la dottrina e la prassi professionale hanno sempre espresso un giudizio abbastanza negativo nei confronti di questo metodo, derivante dalle seguenti motivazioni:

1. I multipli si basano su ipotesi eccessivamente semplificate che non tengono conto di tutte le informazioni relative all'azienda;
2. Essendo basati su prezzi anziché su valori reali, possono essere influenzati da circostanze temporanee o dalle opinioni soggettive degli acquirenti;
3. Può risultare particolarmente complicato individuare aziende realmente

---

<sup>65</sup> Guatri L, Bini M., op. cit., Egea, Milano, 2005, pp. 378 e ss.

comparabili.

#### **2.4.1 Il metodo delle società comparabili (*comparables*)**

L'applicazione del metodo dei moltiplicatori di borsa basato sulle società comparabili, il quale sarà impiegato anche nel prossimo capitolo nell'analisi del caso reale, necessita l'osservanza di una serie di step:

1. Selezione dei multipli
2. Costruzione dei multipli
3. Selezione delle società comparabili
4. Applicazione e determinazione del valore del multiplo.<sup>66</sup>

Nella prima fase avviene l'individuazione dei multipli considerati più appropriati alla finalità della stima e delle caratteristiche dell'impresa da valutare. È importante in questa prima fase, tener conto di alcuni parametri di natura fondamentale quali: settore, modello di business, posizionamento competitivo, redditività, volatilità del multiplo. Minore è la volatilità del multiplo, maggiore è la sua significatività. Inoltre, la scelta dei multipli non deve essere ricondotta ad un solo multiplo ma almeno scegliere due multipli, rispettivamente uno *asset side* ed uno *equity side*. La seconda fase prevede il calcolo dei multipli, le cui modalità devono essere identiche sia per le società comparabili che per la società target. Affinché i multipli possano essere confrontati tra loro, è necessario operare delle rettifiche, le quali danno origine a due categorie di multipli:

1. Multipli *adjusted*: sono dei multipli in cui vengono effettuate delle rettifiche al numeratore mediante l'esclusione del patrimonio di terzi e di attività non pertinenti o essenziali
2. Multipli *clean*: sono dei multipli in cui, invece, vengono effettuate delle rettifiche al denominatore per migliorare il livello di comparabilità internazionale, normalizzare i risultati in funzione di fluttuazioni di breve periodo o migliorare la qualità del risultato.

---

<sup>66</sup> Pozzoli S., Bottega D., Zamboni M., *Valutare una azienda*, Wolters Kluwer, Milano, 2022, p.71.

Il terzo step prevede la scelta delle società comparabili. Per costruire un effettivo strumento di valutazione, i multipli devono riferirsi a società comparabili, simili negli aspetti fondamentali come settore di attività, modello di business, dimensione, fiscalità, ecc.). Tale fase risulta essere la fase del processo più complessa e delicata poiché non risulta facile trovare società perfettamente comparabili. Inoltre, non esiste un criterio scientifico per dire se sia migliore un campione più ampio o uno più ridotto. Solitamente, nella prassi professionale, il campione viene ritenuto significativo quando è composto dal 8/10 società comparabili. Una volta determinati tutti i multipli, occorre, nell'ultima fase, applicarli alla società da valutare. Per fare ciò, bisogna scegliere due fattori fondamentali, che sono: la misura statistica più appropriata per ogni moltiplicatore individuato e le alternative più comunemente utilizzate sono costituite dalla media, mediana, regressione lineare; il peso da attribuire ad ogni multiplo per determinare il valore della società target.<sup>67</sup>

I moltiplicatori maggiormente utilizzati nella prassi professionale sono<sup>68</sup>:

Numeratore	Denominatore
Enterprise Value (EV)	EBIT
	NOPAT
	EBITDA
	UFCF
	SALES
	INVESTED CAPITAL

*Tabella 1. Multipli asset side*

Numeratore	Denominatore
Capitalizzazione di borsa o prezzo per azione	EARNING
	CASH EARNING
	FCFE
	SALES
	BOOK VALUE
	NET ASSET VALUE
	DIVIDENDS

*Tabella 2. Multipli equity side*

69

Il moltiplicatore P/E (*Price/Earnings*) è tra i multipli maggiormente utilizzati nella prassi professionale. Esso viene calcolato mettendo in rapporto il valore di borsa di un'azione (*Price*) con l'utile netto annuo per azione (*Earning*). Facendo ciò, si ipotizza che l'utile netto rappresenti la variabile esplicativa del valore di un'impresa e che il suo acquisto corrisponda ad acquistare il diritto ad incassare un flusso illimitato di dividendi annui uguale all'utile netto per azione. Per la costruzione del multiplo bisogna scegliere la tipologia di utile da utilizzare che in via teorica dovrebbe essere pari all'utile medio

<sup>67</sup> Pozzoli S., Bottega D., Zamboni M., op. cit Wolters Kluwer, Milano, 2022, p.75.

<sup>68</sup> Salsa R., Salvi A., op. cit.a, Giuffrè, Milano, 2022.

<sup>69</sup> Pozzoli S., Bottega D., Zamboni M.,, op. cit Wolters Kluwer, Milano, 2022, p.77.

annuo. Ne consegue che, l'utile di bilancio su cui si costituisce nella maggior parte dei casi il moltiplicatore, non rappresenta in via automatica la migliore scelta.

Il moltiplicatore P/BV (*Price/Book Value*) rappresenta un altro importantissimo moltiplicatore molto diffuso nella pratica professionale, costruito mettendo in relazione il valore del prezzo di borsa di una società quotata con il valore del suo patrimonio netto contabile, il quale si ottiene dalla differenza tra l'attivo e passivo patrimoniale. L'utilizzo di tale moltiplicatore è fortemente vincolato dalla sussistenza di determinate condizioni, che nella pratica non sempre si riscontrano. La condizione fondamentale da attenzionare è la significatività del valore del patrimonio netto contabile, ed in particolare, l'omogeneità di costruzione e significato tra quello delle aziende prescelte e quello dell'azienda target. Nella realtà è piuttosto frequente che vi sia presente questo disallineamento dato soprattutto dalla diversità dei principi contabili italiano con quelli internazionali.

Il multiplo EV/Sales è costruito mettendo in rapporto l'*Enterprise Value* di un'impresa, ossia la somma della sua capitalizzazione di borsa e del suo indebitamento finanziario netto, al fatturato. L'*Enterprise Value*, coincidente con il valore del capitale operativo aziendale, o anche asset value, si ricava mediante capitalizzazione del reddito operativo (Ebit) netto d'imposta al costo medio ponderato del capitale dell'impresa (WACC).

#### **2.4.2. Il metodo delle transazioni comparabili**

Un secondo metodo che si basa sulla logica della valutazione relativa è quello delle transazioni comparabili. La metodologia di valutazione basata sulle transazioni comparabili è concettualmente simile a quella dei multipli di mercato, con la differenza che il riferimento, in questo caso, non sono i prezzi di borsa, ma i prezzi negoziati per la vendita di pacchetti azionari (spesso di controllo) di aziende simili al di fuori del mercato azionario. I multipli, chiamati "*deal multiples*", vengono costruiti sulla base dei prezzi stabiliti in queste transazioni e successivamente applicati all'azienda oggetto di

valutazione, seguendo lo stesso approccio utilizzato per i multipli di borsa.<sup>70</sup> Questo metodo elimina la soggettività e risulta facilmente comprensibile per tutti gli interessati, senza necessità di aggiustamenti complessi o assunzioni particolari. Tuttavia, oltre ai problemi di selezione di imprese omogenee e di rettifica dei dati di cui si è già detto precedentemente, tale metodo comporta altre problematiche:

1. Uno dei principali problemi pratici è spesso la difficoltà di reperire un campione significativo di transazioni comparabili. A differenza del mercato azionario, dove i prezzi sono aggiornati quotidianamente, non è sempre facile trovare un numero sufficiente di transazioni che coinvolgano pacchetti azionari di società simili. Inoltre, anche quando queste transazioni esistono, non è sempre semplice ottenere informazioni dettagliate sugli accordi effettuati
2. Un ulteriore aspetto da considerare riguarda la tipologia dell'acquirente del pacchetto azionario utilizzato come riferimento per le comparazioni. Infatti, se l'acquirente opera nello stesso settore e ha una significativa capacità di generare sinergie, è probabile che i prezzi di vendita riflettano parzialmente il valore aggiunto derivante da queste sinergie.
3. Anche la dimensione del pacchetto azionario ceduto può influenzare il prezzo rispetto al valore economico dell'azienda. Quando si tratta di un pacchetto di maggioranza, è comune che il prezzo includa un premio che aumenta man mano che la percentuale di azioni si avvicina al 51% piuttosto che al 100%. Questo avviene perché l'acquirente ottiene il controllo dell'azienda senza dover acquistare l'intero capitale azionario, cosa che invece richiederebbe un pagamento completo se fosse in gioco il 100% delle azioni. Pertanto, nel caso di cessioni di pacchetti di maggioranza in aziende comparabili, è importante verificare se sono stati applicati "premi di controllo" e determinare la loro entità.

I passaggi necessari per una valutazione accurata usando l'approccio delle transazioni comparabili sono i seguenti:

1. Ricerca e raccolta dei dati e delle informazioni su transazioni di aziende dello stesso settore che possano essere considerate comparabili, con un'attenzione

---

<sup>70</sup> Guatri L, Bini M., op. cit., Egea, Milano, 2005, p. 386-390.

- particolare al prezzo e a un arco temporale di circa 5 anni.
2. Analisi dettagliata per verificare se le imprese in questione presentano effettivamente una similarità o omogeneità.
  3. Creazione di multipli per adattare il valore delle varie transazioni alla società in fase di valutazione.
  4. Applicazione dei moltiplicatori costruiti per stimare il valore effettivo della società oggetto di valutazione.

In pratica, si possono utilizzare tutti i multipli previsti dall'approccio basato sulle società comparabili, con particolare attenzione ai multipli basati sugli asset, che sono i più comunemente adottati nella prassi. Il principale problema nella costruzione dei multipli è identificare il denominatore corretto, che, come accennato precedentemente, rappresenta una misura della performance della società.

## **2.5. Il metodo del target price**

Un ulteriore metodo di valutazione degno di considerazione è l'approccio basato sul *target price*. A differenza delle metodologie precedentemente discusse, che possiedono un'importanza teorica rilevante, il *target price* presenta un'applicazione pratica notevole, pur essendo meno approfondito sotto il profilo teorico. Questo metodo si distingue per la sua semplicità e intuitività, che facilitano la sua applicazione concreta. Il termine *target price* si riferisce al prezzo obiettivo che un investitore mira a raggiungere entro un certo periodo, o al prezzo al quale intende liquidare il proprio investimento.<sup>71</sup> Questo prezzo viene calcolato dagli analisti finanziari delle principali banche d'investimento e serve per guidare le decisioni di allocazione dei fondi dei clienti in modo ottimale. Per stimare il target price con la massima precisione possibile, gli analisti iniziano raccogliendo tutte le informazioni pertinenti relative a una società, incluse quelle di natura patrimoniale, economica, finanziaria e macroeconomica. Successivamente, applicano discrezionalmente vari modelli valutativi (come il *Discounted Cash Flow*, il *Dividend Discount Model* e il metodo dei multipli) per determinare il valore che ritengono giusto

---

<sup>71</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

per le azioni della società in questione. Se il valore stimato è superiore al prezzo di mercato corrente, l'azione riceve un rating "*Buy*", suggerendo così all'investitore di acquisire azioni della società. Al contrario, se il valore stimato è inferiore al prezzo di mercato, l'azione ottiene un rating "*Sell*", indicante una valutazione negativa. Se il valore stimato coincide con il prezzo di mercato, il rating sarà "*Neutral*". Tuttavia, il calcolo del target price è basato su assunzioni specifiche e, in quanto tale, è una stima. La discussione sulla sua accuratezza è accesa nella letteratura finanziaria. La precisione della valutazione può variare a seconda del tipo di rating (con una maggiore precisione per i rating "*Buy*"), dell'ottimismo dell'analista (un eccessivo ottimismo può condurre a valutazioni imprecise), della qualità e della profondità delle informazioni raccolte, nonché della reputazione della banca d'investimento e di eventuali conflitti di interesse degli analisti. In conclusione, mentre il target price rappresenta uno strumento prezioso per gli investitori, è essenziale considerare che le stime possono essere influenzate da molteplici fattori e che la precisione delle valutazioni può variare. La continua evoluzione dei mercati e delle tecniche analitiche contribuisce a mantenere il dibattito sull'efficacia e l'affidabilità di questo approccio.<sup>72</sup> Per calcolare il valore del *target price*, si considerano i *target price* forniti da analisti di rinomate banche d'investimento e si calcola la loro media. Questo processo fornisce una stima ragionevolmente affidabile del prezzo delle azioni. Tale stima può essere utilizzata direttamente per determinare il rapporto di cambio oppure, se moltiplicata per il numero di azioni della società in valutazione, consente di ottenere il valore dell'equity. Per garantire una valutazione il più precisa possibile, si considerano i *target price* relativi a periodi specifici, assicurandosi che siano recenti e privi di influenze particolari (come effetti derivanti dall'annuncio di una fusione).

## **2.6. Il modello dei prezzi di borsa**

Il metodo di valutazione basato sui prezzi di borsa viene utilizzato esclusivamente per stimare il valore delle società quotate nei mercati regolamentati. Analogamente all'approccio basato sui target price degli analisti finanziari, anche questa modalità di

---

<sup>72</sup> Per approfondimenti si veda "*Target Price Accuracy*", Alexander G.Kerl, Milano, Business Research (2011), Vol. 4, Issue 1, pp.74-96.

valutazione è particolarmente rilevante per la sua applicazione pratica. Infatti, la semplicità e l'intuitività di questo metodo lo rendono estremamente utile nella pratica professionale. La metodologia dei prezzi di borsa consente di determinare il valore delle azioni in diverse situazioni, come nelle offerte pubbliche di acquisto, e fornisce una stima affidabile per le operazioni di fusione e acquisizione (M&A). Per implementare correttamente questo modello, è fondamentale considerare i seguenti aspetti:

1. **Intervallo temporale:** È necessario definire il periodo durante il quale rilevare i prezzi di borsa (ad esempio, trimestre, semestre, anno).
2. **Data di inizio:** Determinare il punto di partenza per stabilire l'intervallo temporale.
3. **Tipo di media:** Decidere se utilizzare una media semplice o una media ponderata per calcolare il prezzo medio delle azioni.

Riguardo all'intervallo temporale, la scelta deve riflettere la rilevanza dei prezzi del titolo da valutare. È importante ottenere valori di mercato che siano comparabili e riferiti a un periodo di tempo sufficientemente ampio. Per garantire comparabilità, il periodo selezionato non dovrebbe includere modifiche significative del capitale che potrebbero alterare l'informazione contenuta nei prezzi delle azioni. Inoltre, l'intervallo temporale deve essere almeno trimestrale, ma può estendersi fino a dodici mesi. La data di inizio per stabilire l'intervallo temporale è cruciale, poiché i prezzi devono essere privi di influenze esterne, come quelle derivanti dall'annuncio di una fusione. Per quanto riguarda il tipo di media da utilizzare nella stima del prezzo medio delle azioni, si può optare per una media semplice o una media ponderata. La media semplice considera solo i prezzi delle azioni, mentre la media ponderata include anche i volumi scambiati. Utilizzando la media ponderata, si attribuisce un peso maggiore ai prezzi formati in seguito a un elevato volume di scambi rispetto a quelli risultanti da transazioni occasionali tra domanda e offerta. Nella pratica valutativa, è comune calcolare entrambe le medie per ottenere una visione più completa del valore della società in esame.<sup>73</sup>

---

<sup>73</sup> Franceschini F., *Criteri e metodi per la valutazione d'azienda nelle applicazioni professionali*, EDUCatt, Milano, 2007, pp.63 e ss.

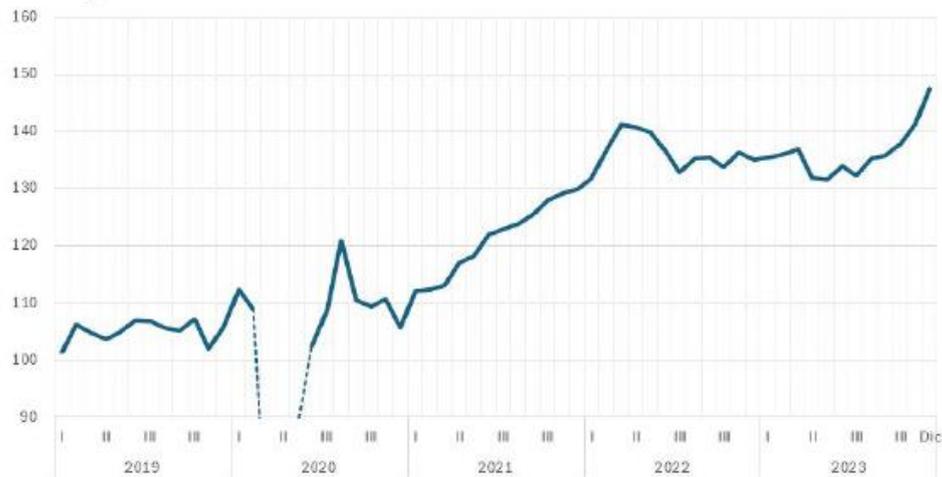
## **CAPITOLO III: DALLA TEORIA ALLA PRATICA: LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETA' GREAT BUILDING**

### **3.1. Il settore delle costruzioni in Italia**

L'economia italiana, dopo aver attraversato due anni di importante crescita nel biennio 2021/2022, a partire dalla seconda metà del 2023 ha iniziato a perdere slancio tornando alle modeste dinamiche di crescita del periodo pre-pandemico. Infatti, nel terzo trimestre del 2023 il PIL (Prodotto Interno Lordo) si è stabilizzato rispetto all'anno precedente (+0,1%), questo dovuto sia per l'andamento sottotono dei consumi, causa della perdita di potere d'acquisto delle famiglie, sia per la debolezza degli investimenti su cui pesa il difficile accesso al credito dovuto dall'innalzamento dei tassi d'interessi. Tale situazione di stallo si è verificata principalmente a causa di due fattori: l'inflazione, che ha colpito a pieno l'intero anno 2023 e accennando una breve discesa solo a fine ottobre; la politica restrittiva messa in atto dalla BCE (Banca Centrale Europea), con il rialzo dei principali tassi d'interesse. All'interno di questo contesto, risulta cruciale l'evoluzione del settore delle costruzioni, il quale ha rappresentato il principale motore di crescita dell'economia italiana nel biennio 21-22, soprattutto grazie ad incentivi promossi dal governo. A tal fine non si può prescindere dall'evidenziare i più importanti impatti positivi legati alle misure economiche promosse negli ultimi anni. Primo tra tutti il Superbonus 110%, si tratta di un incentivo promosso dal governo per far riprendere il settore delle costruzioni post-pandemia. Tale misura ha rappresentato un driver importante di sviluppo anche nel 2023 come evidenziano i dati: al 31 dicembre 2023 gli interventi sostenuti dall'incentivo hanno raggiunto quota 42 miliardi di euro. D'altra parte, un contributo importante è stato fornito anche dai cosiddetti bonus ordinari come ristrutturazioni, sismabonus, i quali hanno prodotto un giro d'affari pari a circa 40 miliardi di euro solo nel 2023 con una leva flessione rispetto all'anno precedente. Infine, risulta giusto menzionare un altro incentivo promosso dall'UE, il cosiddetto PNRR (Piano nazionale di sviluppo e resilienza). Tale piano prevede che l'Europa destini all'Italia determinate somme di denaro a fondo perduto da utilizzare per la costruzione o ristrutturazione di opere di interesse pubblico, rispettando determinate condizioni sia economiche che temporali.

**Figura 1 – Indice della produzione nelle costruzioni – Italia.**

Dati destagionalizzati. Dati mensili – base 2015 = 100. Elaborazioni su dati Istat.



74

Secondo l'ANCE (Associazione Nazionale Costruttori Edili), nel 2023 gli investimenti in costruzioni ammontano a livello nazionale a circa 230 milioni di euro. Questa crescita conferma una ripresa del settore edilizio che ha avuto origine dal 2017 e che poi si è espansa, come detto prima, negli anni post-pandemia, come mostra l'immagine sopra esposta. Nonostante ciò, secondo i dati ISTAT, la produzione del settore delle costruzioni registra un calo del (-1,2%) rispetto al 2022. Per quanto riguarda la stima dell'anno corrente, questa non può prescindere da un'analisi complessiva del quadro economico italiano. Se da un lato ad inizio 2024 si sono verificate buone notizie sul lato economico con la lenta discesa dell'inflazione e dei tassi d'interesse, dall'altro lo scoppio della guerra in Medio Oriente e la sempre ancora presente Guerra in Ucraina, rendono ancora molto incerte le prospettive economiche. Tali elementi di instabilità gravano anche sul settore delle costruzioni, il quale ad inizio 2024, la previsione dell'ANCE si profilava con un -7,4% rispetto all'anno 2023, dovuto anche all'interruzione di trainanti incentivi governativi. La conferma è arrivata dal rapporto Previsionale del CRESME secondo il quale il comparto delle costruzioni sarebbe in forte calo, stimando un calo complessivo per il 2024 del 9,5%, evidenziando un aumento di due punti percentuali rispetto alla stima fatta da ANCE ad inizio anno.<sup>75</sup>

<sup>74</sup> Grafico tratto dall'indagine semestrale sul settore delle costruzioni a cura di Confindustria Marche con la collaborazione di Intesa Sanpaolo.

<sup>75</sup> <https://www.lavoripubblici.it/flash-news/2024/07/2024-anno-nero-per-il-settore-delle-costruzioni-Non-bastano-gli-investimenti-del-PNRR-2219.html>

### 3.2. Analisi economica-finanziaria della società Great Building

Dopo aver illustrato nei capitoli precedenti tutti le varie metodologie utilizzabili per effettuare una valutazione aziendale, in questo capitolo andiamo ad illustrare ed analizzare come si effettua concretamente una valutazione, attraverso la descrizione di una valutazione aziendale della società Great Building S.r.l., caso studio che ho avuto modo di studiare ed approfondire nel mio percorso di stage presso una società di consulenza e revisione legale dei conti.

Prima di entrare nel vivo dell'illustrazione della valutazione, è importante descrivere le assunzioni poste alla base del lavoro: la valutazione dell'azienda è avvenuta nel dicembre 2023, di conseguenza per effettuare l'attività si è tenuto conto dei dati patrimoniali ed economici al 31 dicembre 2022 e del Piano industriale 2023-2025; la valutazione è condotta coerentemente con i principi italiani di valutazione (PIV) ed è di tipo *stand-alone* e nell'ottica della continuità aziendale al fine di ottenere un intervallo di valori ritenuti congrui.

La società oggetto dell'attività di valutazione, la Great Building, opera nel settore delle costruzioni dal 2015 in particolar modo specializzata nella costruzione di edifici residenziali e non residenziali. Dal punto di vista economico-finanziario, la società, come si evince dalla tabella sottostante composta dai dati ricavati dai bilanci della suddetta società, ha avuto un'enorme crescita esponenziale negli ultimi due anni, registrando un quasi raddoppio del valore rispetto agli anni precedenti.

	<b>2022</b>	<b>2021</b>	<b>2020</b>
<b>attività correnti</b>	2.928.069	1.711.948	444.855
<b>passività correnti</b>	2.112.998	1.522.535	290.639
<b>valore della produzione</b>	3.576.371	2.009.659	777.074
<b>costi della produzione</b>	3.127.090	1.911.367	748.933
<b>utile netto</b>	270.745	44.077	12.291

Dai dati riportati nella tabella, è possibile effettuare un'analisi economico-finanziaria riguardante diversi aspetti chiave. Innanzitutto, possiamo effettuare un'analisi della **liquidità dell'azienda**, la quale misura la capacità della suddetta azienda di far fronte ai suoi obblighi a breve termine. Tale analisi si effettua confrontando le attività correnti con le passività correnti tramite il Rapporto di Liquidità (*Current Ratio*):

Anno	Valore
<b>2022</b>	1,39
<b>2021</b>	1,12
<b>2020</b>	1,53

Analizzando i valori ottenuti, si può osservare come nel 2020 e 2022 l'azienda abbia mantenuto un rapporto di liquidità superiore ad 1, il quale indica una buona capacità di coprire le passività correnti nel breve termine, mentre nel 2021, il rapporto risulta essere di poco superiore all'unità, evidenziando una situazione di liquidità meno sicura rispetto agli altri anni. La seconda tipologia di analisi che possiamo effettuare riguarda la cosiddetta **analisi di redditività**, la quale rapportando l'utile netto al valore della produzione va ad esprimere l'efficacia dell'azienda nel generare profitti. Tale risultato si ottiene mediante l'indice del Margine di profitto netto (Net Profit Margin):

Anno	Valore
<b>2022</b>	7,57%
<b>2021</b>	2,19%
<b>2020</b>	1,58%

Dai valore ottenuti, si può constatare che il margine di profitto è notevolmente cresciuto nel 2022, a dimostrazione della crescita esponenziale avutasi dall'azienda, raggiungendo il valore del 7,57%, segnale di un notevole miglioramento della redditività rispetto agli anni precedenti, andando quasi a triplicare il risultato raggiunto nel 2021.

Conseguenzialmente alla crescita della redditività, si è verificata un'importante crescita sia del valore della produzione che dei costi. Infatti, possiamo notare, tramite **l'analisi della crescita dei ricavi e costi**, come il valore della produzione del 2022 sia cresciuto del 78% rispetto all'anno precedente, e di conseguenza sia cresciuto anche il valore dei costi di Produzione, pari al 63%. Il raggiungimento di questi risultati può essere legato principalmente a due fattori: incremento del valore della produzione e miglioramento nella gestione dei costi.

### **3.3. La valutazione della società Great Building**

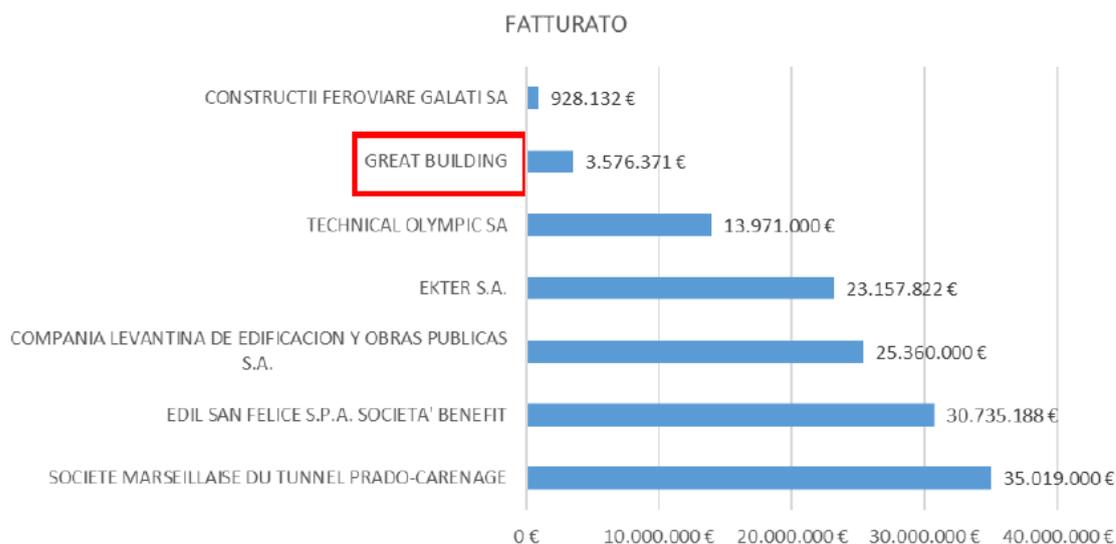
Al fine di ottenere una corretta valutazione aziendale della società Great Building sono stati utilizzati due metodologie: il metodo dei multipli, c.d. *Relative Valuation* e il metodo dell'attualizzazione dei dividendi (Dividend Discount Model), entrambi ampiamente analizzato nel capitolo precedente.

#### **3.3.1. Il metodo dei multipli**

Il primo modello che andiamo ad applicare è il metodo dei multipli, che ricordiamo essere fondato su moltiplicatori empirici che consentono di uguagliare il valore del capitale economico dell'azienda al prodotto tra un moltiplicatore di mercato ed una grandezza di bilancio espressiva del valore economico del capitale dell'impresa. Per ottenere un valore finale valutativo, sono state compiute le diverse fasi, precedentemente ben illustrate. Il primo step è stato quello di formare il campione di aziende comparabili alla società oggetto dell'analisi raccogliendo dati dal noto sito di banche dati "Orbis". Si è proceduto ad effettuare una prima selezione di aziende utilizzando i seguenti parametri di ricerca:

1. Aziende attive che operassero nel settore dello sviluppo di progetti immobiliari, costruzione edifici residenziali e non, costruzione di strade e ferrovie e lavori di costruzione specializzati
2. Aziende appartenenti all'area Europa (27 paesi)
3. Aziende quotate

Il risultato di questa ricerca ha prodotto un campione di ben 133 aziende, delle quali dopo un'ulteriore ricerca di informazioni disponibili on-line sui siti aziendali e delle valutazioni dei dati e delle informazioni presenti nei bilanci, si è proceduto all'eliminazione dal campione di quelle aziende per cui l'attività prevalente non fosse quella correlata alla costruzione di strade e ferrovie (NACE 4211) e alla costruzione di edifici residenziali e non residenziali (NACE 4120). Nell'ambito delle aziende rimaste, dopo aver effettuato questa scrematura, sono state considerate solo quelle con ricavi delle vendite e prestazioni di servizio inferiori a 250.000.000.



76

Il campione così ottenuto è composto da 6 aziende suddivise in 5 paesi: Italia, Francia, Spagna, Grecia e Romania e comparabili in termini di business model, paese e mercato di quotazione:

1. SOCIETE MARSEILLASE DU TUNNEL PRADO-CARENAGE: società operante in Francia nell'ambito delle costruzioni e manutenzioni di autostrade, strade ed impianti sportivi.
2. EDIL SAN FELICE S.P.A. SOCIETA' BENEFIT: società operanti in Italia ed anch'essi specializzata della costruzione e manutenzione di strade, autostrade, viadotti ed aeroporti.
3. COMPANIA LEVANTINA DE EDIFICACION Y OBRAS PUBLICAS

<sup>76</sup> Fonte: elaborazione personale

S.A.: società operante in Spagna nell'ambito del settore delle costruzioni pesanti, nella gestione e nell'esecuzione di opere pubbliche.

4. EKTER SA: società operante in Grecia nell'ambito della progettazione ingegneristica principalmente di opere pubbliche.
5. TECHNICAL OLYMPIC SA: società anch'essa operante in Grecia nell'ambito della fornitura di servizi nei settori dell'ingegneria civile, delle costruzioni, dell'edilizia residenziale, del turismo e del tempo libero.
6. CONSTRUCTI FERROVIARIE GALATI SA: società operante in Romania specializzata nella costruzione e manutenzione delle reti ferroviarie nazionale.

Nella tabella sottostante, invece, le aziende che formano il campione vengono comparate in termini dimensionali tramite l'utilizzo di 3 variabili riferite all'anno 2022: **Ricavi**, **EBITDA Margin** e **Gearing Ratio**. Dette variabili sono utili a creare un confronto dimensionale tra le aziende del campione.

#	Società	Paese	Ricavi	EBITDA margin (%)	Gearing Ratio (%)
1	SOCIETE MARSEILLAISE DU TUNNEL PRADO-CARENAGE	FR	35.019.000,00 €	73,77	82,33
2	EDIL SAN FELICE S.P.A. SOCIETA' BENEFIT	IT	30.735.188,00 €	19,98	31,85
3	COMPANIA LEVANTINA DE EDIFICACION Y OBRAS PUBLICAS S.A.	ES	25.360.000,00 €	5,58	83,39
4	EKTER S.A.	GR	23.157.822,00 €	6,50	33,57
5	TECHNICAL OLYMPIC SA	GR	13.971.000,00 €	42,58	12,29
6	GREAT BUILDING	IT	3.576.371,00 €	13,00	13,00
7	CONSTRUCTII FERROVIARE GALATI SA	RO	928.132,08 €	26,91	0,07

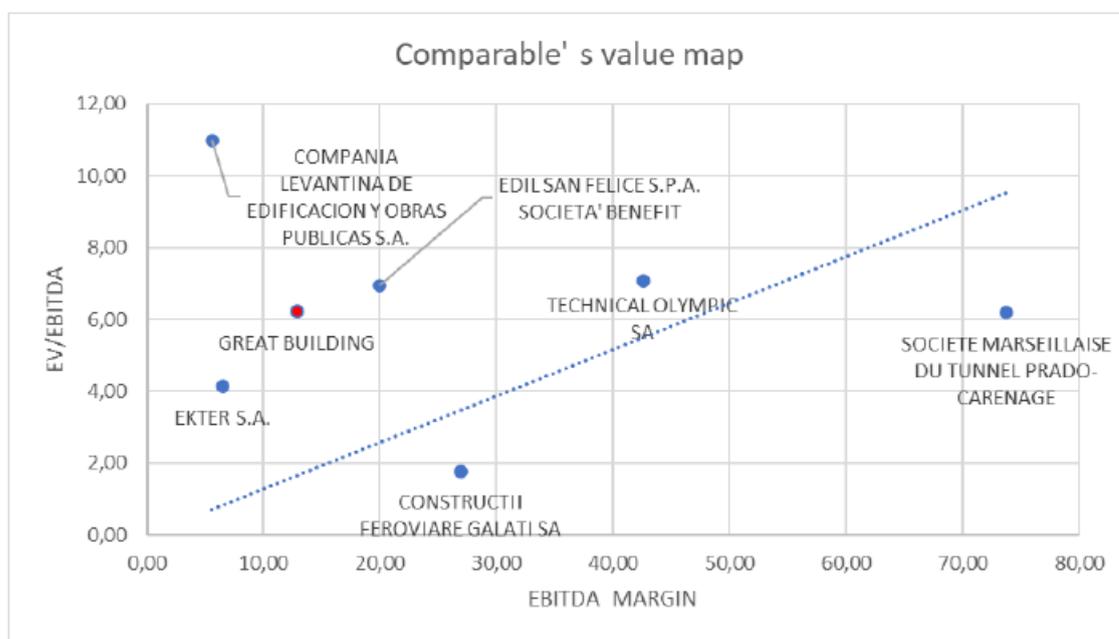
77

Dal punto di vista dimensionale, utilizzando come parametro di confronto la variabile **Ricavi**, possiamo constatare che il campione può essere suddiviso in due classi: *aziende piccole*, più vicine dimensionalmente alla società oggetto di valutazione ed *aziende grandi*, dimensionalmente più distanti dalla società Great Building. Proseguendo il confronto delle aziende in termini di **EBITDA Margin (%)** si conferma la suddivisione

<sup>77</sup> Fonte: elaborazione personale

del campione in due classi; tuttavia, Great Building riporta in termini relativi performance reddituali maggiori rispetto ai 2 comparables più grandi di fatturato in valore assoluto. Infine, completando il confronto delle aziende oggetto del campione con la terza variabile, **Gearing Ratio (%)**, si ottiene una suddivisione del campione in tre classi: *aziende vicine* a Great Building con un tasso di indebitamento inferiore al 25%; aziende con un tasso medio di indebitamento compreso tra il 25% e 50%; aziende con un alto tasso di indebitamento (maggiore del 50%).

Terminata le prime fasi riguardanti la formazione e analisi del campione, si procede nell'applicazione della metodologia tramite la scelta dei moltiplicatori che si considerano più coerenti con l'analisi svolta. Andando ad analizzare la relazione, esistente tra la valutazione di mercato, espressa dal multiplo EV/EBITDA e la crescita, espressa dall'EBITDA margin, si è constatato che la società, se valutata con il multiplo medio del campione, si collochi in una regione dove è soddisfatto il criterio della relazione crescente tra capacità di crescita operativa e valore economico.



78

<sup>78</sup> Fonte: elaborazione personale

A sostegno di quanto detto, per il calcolo della valutazione dei multipli si è optato per il valore medio del multiplo EV/EBITDA, il quale è risultato essere pari a **6,2**. Si è proceduto a calcolare l'EBITDA 2022 della società target, utilizzando i valori di bilancio, il quale è risultato essere pari ad euro **461.030,00**. Ottenute questi due valori, si è potuto passare al calcolo dell'**ENTERPRISE VALUE (EV=W)**, dato dalla moltiplicazione del multiplo con l'EBITDA, il quale risulta pari ad euro 2.850.856,00. Calcolato l'EV, si può giungere al calcolo finale del valore aziendale espresso dall'**Equity Value**, sottraendo dall'*enterprise value* l'indebitamento finanziario e sommando le disponibilità finanziarie, pari ad euro **2.156.853,00**.

<b>EV/EBITDA</b>	6,2
<b>EBITDA G.B.</b>	461.030,00 €
<b>ENTERPRISE VALUE (GREAT BUILDING)</b>	<b>2.850.856,00 €</b>
<b>Debiti Finanziari</b>	- 698.157,00 €
<b>Disponibilità liquide</b>	4.154,00 €
<b>EQUITY VALUE (GREAT BUILDING)</b>	<b>2.156.853,00 €</b>

### 3.3.2 Il metodo del *Dividend Discount Model*

Al fine di poter procedere all'applicazione del Dividend Discount Model, risulta indispensabile calcolare il costo del capitale proprio della società oggetto di valutazione. La stima del costo del capitale tiene conto dell'incertezza o del rischio associato ai flussi di cassa che si prevede la società generi e rappresenta al tempo stesso il tasso di sconto applicato a tali flussi. Il costo del capitale rappresenta, dunque, il tasso di rendimento minimo che gli investitori richiedono per accettare il rischio di investire risorse di capitale proprio e/o di debito. Gli azionisti richiedono un tasso di rendimento denominato costo del capitale ( $K_e$ ). Tale costo è stimato mediante l'utilizzo del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Per poter applicare tale metodo risulta necessario calcolare il Beta. In quanto la società target risulta non quotata, il beta dell'iniziativa imprenditoriale è ottenuto a partire dai beta delle società oggetto del campione utilizzato nel precedente metodo. I beta dei

comparables vengono depurati dei rispettivi rischi di struttura finanziaria (*beta unlevered*) ricorrendo alla formula inversa di Hamada:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + (1 - \tau_c) \frac{B}{S}\right]}$$

Applicando tale formula, si ottiene il beta *unlevered* medio del campione pari a **0,60**. Il beta della società Great Building, nella sua configurazione *levered* si ottiene sempre applicando la formula di Hamada, ed è pari a **1,47**.

Calcolato il beta, si procede al calcolo del valore del capitale, utilizzando il metodo descritto prima, ipotizzando che per la stima del tasso di rischio risk-free è stato scelto un BTP a 30 anni emesso dal Tesoro italiano, avente scadenza residua pari a 10 anni (4,02%)<sup>79</sup>, con la seguente formula si ottiene un *Re* pari al **19,23%**:

$$k_e = E(R_i) = Rf + \beta_i [E(R_M) - Rf] + \text{Rischio Specifico}$$

Il metodo del Dividend Discount Model, come descritto ampiamente nel precedente capitolo, consiste nell'attualizzare i flussi di dividendi attesi che l'azienda ritiene di poter distribuire. Tipicamente i tassi di crescita dei dividendi possono essere diversi per il periodo di previsione analitica (coincidente solitamente con l'orizzonte temporale del piano industriale) e il periodo di previsione sintetica (coincidente con la stima del Terminal Value). Infatti, durante il primo periodo di crescita elevata è possibile che venga presa la decisione di non distribuire i dividendi allo scopo di sfruttare opportunità di investimento, invece con la maturazione e crescita dell'azienda, questa possa decidere di iniziare a distribuirli. Procediamo nel calcolo dei dividendi attesi fino al 2026, orizzonte temporale coincidente con il piano industriale, utilizzando un tasso di distribuzione (*Payout Ratio*) pari al **40%**<sup>80</sup>.

<sup>79</sup> La stima del premio per il rischio del mercato azionario italiano è stata desunta dal sito web del Professore Damodaran, *NYU Stern*.

<sup>80</sup> Percentuale del settore della costruzione, desunta dal sito Damodaran.

	2023	2024	2025	2026
<b>Utile T-1</b>	270.745,00 €	91.046,10 €	358.475,44 €	506.994,15 €
<b>Payout Ratio</b>	40%	40%	40%	40%
<b>Dividendi</b>	108.298,00 €	36.418,44 €	143.390,18 €	202.797,66 €
<b>Dividendi attualizzati</b>	90.828,83 €	25.616,98 €	84.591,98 €	100.340,44 €

Per la stima dei dividendi successivi al 2026, si ipotizza un tasso di crescita  $g$  sia per il periodo di previsione analitica sia per il periodo di previsione sintetica. Per il modello di crescita costante dei dividendi, si ritiene di utilizzare la stima al tempo  $N$  come valore terminale nel Dividend Discount Model, da cui si ottiene un Terminal Value pari ad euro **2.213.937**. Una volta calcolati tutti i fattori necessari, si arriva alla fase finale, il calcolo della stima dell'Equity Value, pari ad euro **1.396.792,70** utilizzando tale formula:

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r_E} + \frac{Div_2}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1+r_E)^N} + \frac{1}{(1+r_E)^N} \left( \frac{Div_{N+1}}{r_E - g} \right)$$

Dai risultati ottenuti dalle due diverse metodologie utilizzate, la valutazione della società Great Building può avvenire in un intervallo di valori così individuato: il valore minimo è dato dal risultato dell'applicazione del Dividend Discount Model, pari ad euro **1.396.792,70**; il valore massimo è dato, invece, dal risultato dell'applicazione del metodo dei multipli, pari ad euro **2.156.853,00**. La prassi consiglia di considerare ai fini prudenziali sempre il valore minimo dei due, nel nostro caso il valore risultante dal metodo DDM.

## CONCLUSIONI

All'interno di questo lavoro sono state analizzate dapprima tutte le varie tipologie di operazioni straordinarie esistenti, riservando una particolare attenzione agli istituti della fusione e dell'acquisizione. Tema dell'M&A legato alla trattazione successiva fatta riguardo a tutto il procedimento di analisi valutativa aziendale, con la descrizione ed analisi di tutti i metodi valutativi esistenti ed utilizzati nella prassi professionale. Infine, nell'ultimo capitolo, la trattazione del caso reale di valutazione della società Great Building ha evidenziato un problema che si verifica molto frequentemente nelle valutazioni d'azienda.

Dal confronto dei risultati dell'applicazione delle due metodologie adottate, da un lato il metodo finanziario del DCF, e dall'altro il metodo relativo dei moltiplicatori di borsa, si evidenzia come il valore calcolato della stessa azienda sia fortemente distante. Questo, come già analizzato all'interno dei paragrafi precedenti, può dipendere da vari fattori come: l'ipotesi incerta della stima dei flussi di cassa futuri dell'azienda e l'incertezza della validità del tasso di sconto utilizzato per attualizzare i flussi, per quanto riguarda il risultato del metodo finanziario. Mentre per quanto riguarda il risultato ottenuto dal metodo dei multipli questo può essere influenzato da altrettanti fattori come: sufficienza ed adeguatezza del campione di società comparabili e le loro relative informazioni, l'errata scelta del giusto moltiplicatore da utilizzare per la valutazione in base alle informazioni di mercato che si possedevano. Ciò che si può affermare con certezza, è che nell'attività di valutazione, il ruolo del valutatore risulta particolarmente importante, poiché proprio in questi casi in cui i risultati delle metodologie applicate non convergono tra loro, quest'ultimo deve intervenire con la propria esperienza e capacità per cercare di trovare una soluzione che risulti più corretta ed adeguata. Una soluzione plausibile potrebbe essere quella di calcolare il valore utilizzando altri metodi di valutazione. se i risultati convergono ancora, nel caso cercare di riformulare da zero il campione delle aziende prendendo in esame aspetti e condizioni completamente differenti.

## BIBLIOGRAFIA

Ailing P., Wnkai L., Xue W., *Managerial overconfidence, debt capacity and merger & acquisition premium*, Nankai Business Review International, 2019

Balducci D., *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, Aedi Edizioni, Milano, 2019

Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *Le operazioni straordinarie d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 2020

Campobasso G., *Manuale di diritto commerciale*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2017

Capasso A., Meglio O., *Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*, FrancoAngeli, Milano, 2009

Caroli M., *Gestione delle imprese internazionali*, MC Graw Hill, 2020, IV ed

Cfr. Art. 2501, comma 1, Codice civile

Corbella S., Liberatore G., Tiscini R., *Manuale di valutazione d'azienda*, McGraw-Hill, Milano, 2020

Corbella S., *Manuale di valutazione d'azienda: approfondimenti su profili applicativi e ambiti professionali*, McGraw Hill, 2020

Dalocchio M., Lucchini G., Scarpelli M., *Mergers and Acquisitions*, Egea, Milano, 2015

Damodaran A., Roggi O., *Elementi di Finanza Aziendale e Risk Management: la gestione d'impresa tra valore e rischio*, Maggioli Editore, 2016, IV ed.

Damodaran A., *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Now Publisher, 2005, Vol. 1.

Fontana F., Boccaredelli P., *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Hoepli, 2015, IV ed

Franceschini F., *Criteri e metodi per la valutazione d'azienda nelle applicazioni professionali*, EDUCatt, Milano, 2007

Gagliardi G., Ghiringhelli M., *Due Diligence: il suo contributo al successo di un'acquisizione*, in *Finanza d'impresa*, V ed., 2006

Gordon M. J., *The Savings Investment and Valuation of a Corporation*, *The Review of Economics and Statistics*, 1962.

Guatri L., *La valutazione delle aziende*, II ed., Giuffrè Editore, Milano, 1984.

Guatri L., Bini M., *La valutazione delle aziende*, II ed., Egea, Milano, 2005.

Mancin M., *Le operazioni straordinarie d'impresa: normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*, Giuffrè editore, Milano, 2020

Martinazzoli D. – Gagliardi G., *il manuale della due diligence*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2004.

Newsletter n.3 Gennaio/Febrero 2024, realizzata da Il Sole 24 ORE, in collaborazione con TMC Advisory.

Memento Pratico, *Società Commerciali*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2019

Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, VI ed., Giappichelli, Torino, 2020

Pozzoli S., *Valutazione d'azienda: metodi di valutazione, principi italiani dell'OIV, relazione di stima, approfondimenti e casi particolari*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2021

Pozzoli S., Bottega D., Zamboni M., *Valutare una azienda*, Wolters Kluwer, Milano, 2022

Salvi A., Salsa R., *Valutazione d'azienda*, Giuffrè Editore, Milano, 2022

Viel J., Bredt O., Renard M., *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, 1973

## **SITOGRAFIA**

[www.accademiaromanaragioneria.it/nota-operativa-n.10/2021](http://www.accademiaromanaragioneria.it/nota-operativa-n.10/2021)

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/Acquisizione-impresa.htm>.

<https://www.meliusform.it/il-finanziamento-delle-operazioni-di-m-a.html>.

[www.meliusform.it/il-finanziamento-delle-operazioni-di-m-a.html](http://www.meliusform.it/il-finanziamento-delle-operazioni-di-m-a.html)

[www.odcec.mi.it/docs/default-source/centro-studi/errori-valutazione---piv-panato-2022](http://www.odcec.mi.it/docs/default-source/centro-studi/errori-valutazione---piv-panato-2022).

[https://www.odcecpisa.it/images/odcec/documenti/commissioni/Bilancio\\_Principi\\_Contabili\\_Collegio\\_sindacale\\_e\\_Revisione/I\\_PRINCIPI\\_ITALIANI\\_DI\\_VALUTAZIONE](https://www.odcecpisa.it/images/odcec/documenti/commissioni/Bilancio_Principi_Contabili_Collegio_sindacale_e_Revisione/I_PRINCIPI_ITALIANI_DI_VALUTAZIONE).

<https://www.headvisor.it/wacc-weighted-average-cost-of-capital>.

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<https://www.lavoripubblici.it/flash-news/2024/07/2024-anno-nero-per-il-settore-delle-costruzioni-Non-bastano-gli-investimenti-del-PNRR-2219.html>



